

TAMPEREEN YLIOPISTO
JOHTAMISKORKEAKOULU
Yrityksen laskentatoimi

JAKAUTUMISEN VAIKUTUS YRITYKSEN ARVOON JA RISKIENHALLINTAAN

– NELJÄN PÖRSSIYHTIÖN CASE-TUTKIMUS

Yrityksen laskentatoimi
Pro Gradu -tutkielma
Joulukuu 2015
Ohjaaja: Timo Hyvönen

Henrika Myllys

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto Johtamiskorkeakoulu; Yrityksen laskentatoimi

Tekijä: MYLLYS, HENRIKA
Tutkielman nimi: Jakautumisen vaikutus yrityksen arvoon ja riskienhallintaan
– neljän pörssiyhtiön case-tutkimus
Pro gradu -tutkielma: 95 sivua + 6 liitesivua
Aika: Joulukuu 2015
Avainsanat: jakautuminen, diffuusio, yrityksen arvo, riskienhallinta

Yhtiön jakautuminen on 2000-luvulla muotiin tullut suhteellisen tuore yritysjärjestelykeino, jota sääntelevät osakeyhtiölaki ja laki elinkeinotulon verottamisesta. Jakautumisen syynä on usein liiketoiminnan fokusointi ydintoimintaan, strategian ja toimintarakenteiden selkiyttäminen, läpinäkyvyyden parantaminen ja osakkeenomistajien sijoitusten arvonnousu pitkällä aikavälillä. Tässä Pro Gradu -tutkielmassa tutkitaan neljää vuosina 2012 - 2013 jakautunutta pörssiyhtiötä osakkeenomistajan näkökulmasta lyhyellä aikavälillä. Tutkimusongelmana on jakautumisen vaikutus yrityksen arvoon ja riskienhallintaan. Yrityksen arvoa tarkastellaan ensisijaisesti markkina-arvon, mutta myös muiden yrityksen menestyksestä kertovien tunnuslukujen perusteella. Koska jakautumisessa jaetaan yhtiön jokin liiketoimintakokonaisuus toiseen yhtiöön, kummankin uuden yhtiön toimiala on kapeampi kuin alkuperäisessä yhtiössä. Tämän vuoksi suhdanneriski yleensä kasvaa. Tässä tutkimuksessa tutkitaan, miten yritys on varautunut aiempaa suurempaan suhdanneriskiin ja onko jakautumisen seurauksena riskienhallintaa tehostettu.

Jakautumiskeinoina ovat Suomen osakeyhtiölain mukaan kokonaisjakautuminen ja osittaisjakautuminen. Kokonaisjakautumisessa jakautuvan yhtiön kaikki varat ja velat jaetaan kahteen tai useampaan vastaanottavaan yhtiöön, ja jakautuva yhtiö purkautuu selvitysmenettelyttä. Osittaisjakautumisessa osa jakautuvan yhtiön varoista ja veloista jaetaan yhteen tai useampaan vastaanottavaan yhtiöön, ja jakautuva yhtiö jatkaa toimintaansa. Vastaanottavat yhtiöt voivat olla joko jo toimivia tai jakautumisessa perustettavia yhtiöitä. Tämän tutkimuksen case-yritykset jakautuivat kaikki osittaisjakautumisella jakautumisessa perustettavaan uuteen pörssiyhtiöön.

Tutkimuksen aineisto kerättiin pääasiallisesti jokaisen jakautumisen osalta jakautumista edeltäneen tilikauden, jakautumisen aikaisen tilikauden ja jakautumisen jälkeisen tilikauden vuosikertomuksista ja tilinpäätöksistä. Tärkein tulos on se, että jakautuneiden yhtiöiden yhteenlaskettu markkina-arvo ylitti jakautumista edeltäneen markkina-arvon vähintään joko jakautumisvuonna tai jakautumisen jälkeisenä vuonna, mikä merkitsee, että sijoittajat näkivät yritysten arvon nousseen jakautumisen jälkeen. Kolmessa neljästä case-jakautumisesta jakautumisen jälkeisenä vuonna vastaanottaneen yhtiön markkina-arvo ja P/E-luku ylittivät jakautuneen yhtiön markkina-arvon ja P/E-luvun, mikä kertoo siitä, että sijoittajat näkivät uusissa pörssiyhtiöissä paljon kasvupotentiaalia. Yritykset myös joko varautuivat kasvaneeseen suhdanneriskiin tai edes toinen jakautuneista yhtiöistä raportoi riskienhallinnan merkittävästä uudistuksesta jakautumisen jälkeen.

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	1
1.1	Tutkimuksen aihe ja merkitys.....	1
1.2	Tutkimuksen tavoite ja rajaukset.....	4
1.3	Tutkimusmetodologia ja -menetelmät.....	7
1.4	Tutkimuksen kulku ja kirjallisuus.....	9
2	JAKAUTUMINEN, YRITYKSEN ARVO JA RISKIENHALLINTA.....	11
2.1	Jakautuminen osana lainsäädäntöä.....	12
2.1.1	Jakautuminen osakeyhtiölaissa.....	14
2.1.2	Jakautuminen elinkeino- ja tuloverolaissa.....	16
2.2	Jakautuminen yritysjärjestelykeinona.....	19
2.2.1	Muut liiketoiminnan eriyttämiskeinot.....	21
2.2.2	Jakautumisen edut ja haitat.....	22
2.2.3	Jakautumiset mediassa.....	23
2.2.4	Jakautumiset Yhdysvalloissa.....	25
2.3	Yrityksen arvo.....	26
2.3.1	Markkina-arvo.....	28
2.3.2	Keskeiset tunnusluvut sijoittajille.....	31
2.4	Yrityksen riskienhallinta.....	34
2.4.1	Sisäiset ja ulkoiset vaatimukset.....	36
2.4.2	Tavoitteet ja riskiluokat.....	37
2.4.3	Riskiraportointi.....	39
3	JAKAUTUMISET PÖRSSIYHTIÖISSÄ.....	41
3.1	Sievi Capitalin jakautuminen.....	43
3.1.1	Yrityksen arvo - Sievi Capital & Scanfil.....	44
3.1.2	Riskienhallinta - Sievi Capital & Scanfil.....	47
3.2	YIT:n jakautuminen.....	48
3.2.1	Yrityksen arvo - YIT & Caverion.....	50
3.2.2	Riskienhallinta - YIT & Caverion.....	53
3.3	Ahlstromin jakautumiset.....	54
3.3.1	Yrityksen arvo - Ahlstrom & Munksjö.....	57
3.3.2	Riskienhallinta - Ahlstrom & Munksjö.....	59
3.4	Metson jakautuminen.....	60
3.4.1	Yrityksen arvo - Metso & Valmet.....	62
3.4.2	Riskienhallinta - Metso & Valmet.....	64
4	JAKAUTUMISTEN SEURAUKSET.....	67
4.1	Sievi Capitalin jakautumisen vaikutukset.....	67
4.2	YIT:n jakautumisen vaikutukset.....	70
4.3	Ahlstromin jakautumisten vaikutukset.....	72
4.4	Metson jakautumisen vaikutukset.....	74
4.5	Yhteenveto tuloksista.....	76
4.6	Muita huomioita aineistosta.....	79

5	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET.....	82
	5.1 Tärkeimmät tulokset ja johtopäätökset.....	83
	5.2 Tutkimuksen rajoitteet.....	87
	5.3 Jatkotutkimuksen aiheet.....	89
	LÄHTEET.....	91
	LIITE 1: Jakautumissuunnitelma.....	96
	LIITE 2: Case-tutkimuksen aineisto.....	98

Lyhenteet

BPS = Book per share, osakekohtainen oma pääoma

DPS = Dividend per share, osakekohtainen osinko

EPS = Earnings per share, osakekohtainen tulos

ERM = Enterprise risk management, kokonaisvaltainen riskienhallinta

EU = Euroopan Unioni

EVL = Laki elinkeinotulon verottamisesta

EY = Euroopan Yhteisö

IFRS = International Financial Reporting Standards

M-a = Markkina-arvo

NVA = Nettovelkaantumisaste

OPO = Oma pääoma

OVA = Omavaraisuusaste

OYL = Osakeyhtiölaki

P/E-luku = Price-Earnings ratio, hinta-voitto -suhde

ROCE= Return on Capital Equity, sitoutuneen pääoman tuottoaste

ROE = Return on Equity, oman pääoman tuottoaste

ROI = Return on Investment, sijoitetun pääoman tuottoaste

SPO = Sijoitettu pääoma

TVL = Tuloverolaki

VA = Velkaantumisaste

YTN = Yritystutkimusneuvottelukunta

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen aihe ja merkitys

Euroopan Unioniin liittymisen myötä Suomessa tuli ajankohtaiseksi yhtenäistää sääntelyä yritysjärjestelyistä Euroopan Yhteisön direktiivien mukaiseksi. Suomen osakeyhtiölakiin tuli ensimmäisen kerran sääntelyä yhtiön jakautumisesta vuonna 1997, ja uusi osakeyhtiölaki astui voimaan vuonna 2006, jolloin jakautuminen sai lakiin oman lukunsa. (Immonen 2015, 394 - 395.) Nyt pörssiyhtiöiden jakautumisista eli diffuusioista, on tullut muoti-ilmiö. Tämä suhteellisen uusi yritysjärjestelymuoto on keino fokuoittaa ydinliiketoimintaan, muokata yrityksen rakennetta ja joustavoittaa muutoksia yhtiön omistuspohjassa. Osakeyhtiölain tarkoittamia jakautumisia vastaanottavan yhtiön pörssiin listaamista edeltävänä toimenä on tähän mennessä nähty Helsingin Pörssissä yksitoista kappaletta. Ensimmäisenä jakautumisen aallon aloitti Aspo vuonna 1999 ja esimerkkiä seurasivat Finvest vuonna 2000 sekä Kyro, Digital Open Network ja Lassila & Tikanoja vuonna 2001. Uuden osakeyhtiölain voimaantulon kanssa samoihin aikoihin nähtiin Helsingin Pörssissä kaksi jakautumista, kun Kone ja Orion irrottivat tytäryhtiöitään omiksi pörssiyhtiöikseen. Tuoreempia esimerkkejä pörssiyhtiöiden jakautumisista ovat Sievi Capitalin, YIT:n, Ahlstromin, Metson ja Elektrobitin jakautumiset. (Arvopaperi a 2013; Nordnet 2013; Talouselämä a 2015.) Myös Neo Industrial Oyj suunnittelee jakautumisen toteuttamista vuoden 2016 alussa (Arvopaperi b 2015).

Osakeyhtiölain mukaisen jakautumisen lisäksi liiketoimintakokonaisuuden irrottaminen voidaan myös toteuttaa niin, että emoyhtiön ja irtautuvan yhtiön osakkeet jaetaan osinkona emoyhtiön osakkeenomistajille. Näin toimittiin, kun vuonna 2004 Kemira GrowHow ja myöhemmin vuonna 2010 Tikkurila irtaantuivat emoyhtiö Kemirasta sekä kun vuonna 2004 Neste Oil irtaantui Fortumista, vaikka Fortum oli jo esityönä toteuttanut jakautumisenkin. (Taloustaito 2014.) Listaaminen pörssiin lisäosingolla on aiheuttanut keskustelua erityisesti siksi, että liiketoiminnan irrottaminen aiheuttaa alle 10 % omistaville sijoittajille osinkoveron uusista osakkeista. Jakautumalla tai maksullisella osakeannilla liiketoiminta voidaan eriyttää sekä jakautuvalle yhtiölle että

osakkeenomistajalle veroseuraamuksitta. (Arvopaperi c 2010; Pörssisäätiö a 2010.) Myös Outokumpu Oyj irrotti liiketoimintakokonaisuuden muutoin kuin jakautumisen kautta ja myi tytäryhtiö Outokumpu Technology Oyj:n osakkeista 88 % ulkopuolisille sijoittajille vuonna 2006. Uusi yhtiö listautui tämän jälkeen pörssiin ja vaihtoi nimeksi Outotec Oyj. (Taloustaito 2014.)

Pörssiyhtiöt tavoittelevat lisäarvoa irrottamalla jonkin suuren liiketoimintakokonaisuuden, yleensä tytäryhtiön tai alakonsernin, omaksi yhtiökseen. Tavoitteena on fokusoida liiketoimintaa ja keskittyä ydintoimintoihin. Jakautumalla molemmat yhtiöt voivat keskittyä paremmin oman strategiansa kehittämiseen haluttuun suuntaan. Osakkeenomistajat arvostavat yhtiötä, jolla on selkeä strategia, sillä se lisää yhtiön läpinäkyvyyttä. Yleensä onnistunut jakautuminen palkitaan pörssikurssin nousulla. (Pörssisäätiö b 2013.) Mikäli yhtiöillä ei enää ole hyötyä yhteisistä synergioista yritysten eri suuntiin kasvamisen takia, voi jakautuminen paljastaa yrityksen erkaantuessa rakenteisiin piiloutunutta arvoa. Tällöin sijoittajat voivat hyötyä omistaessaan kahta erillistä yhtiötä yhden suuremman sijaan. Lisäksi sijoittaja voi valita, mihin liiketoimintoihin hän haluaa sijoittaa. Jakautumisen haittapuolena on se, että pienet yhtiöt eivät ole sijoittajille niin kiinnostavia kuin suuret yhtiöt. Jakautumisen toteuttaminen aiheuttaa myös luonnollisesti yrityksille transaktiokustannuksia. (Arvopaperi d 2013.) Yritykset suosivat jakautumista liiketoiminnan irrottamisessa, koska sen voi toteuttaa elinkeinoverolain edellytysten täytyessä jakautuvalle yhtiölle sekä osakkeenomistajalle veroseuraamuksitta (Tilisanomat 2006).

Jakautuminen on osakeyhtiölaissa uusi yritysjärjestelykeino verrattuna esimerkiksi sulautumiseen, jota pidetään jakautumisen vastakohtana. Sulautumisesta on säädetty jo vanhassa osakeyhtiölaissa vuonna 1978. Suomalaisyhtiöt ovat alkaneet käyttää jakautumista hyödykseen osakeyhtiölakiin sekä elinkeinoverolakiin tehtyjen muutosten mahdollistamana vasta 2000-luvulla. Lainsäädännön tuoreuden vuoksi tutkimustietoa suomalaisten yhtiöiden jakautumisista ei ole vielä paljoa. Jakautumiseen liittyvää tutkimusta on tähän mennessä tehty eniten osakeyhtiölain ja elinkeinoverolain välisistä yhteyksistä ja jakautumisen aiheuttamista verovaikutuksista. Osakeyhtiölain ja elinkeinoverolain välisiä yhteyksiä on ollut merkittävää tutkia, sillä molemmissa laeissa on tapahtunut muutoksia 2000-luvulla, jotka ovat yhtenäistäneet lakien välistä sääntelyä

niin, että jakautuminen voidaan nykyään toteuttaa joustavasti ja verotuksellisesti edullisesti. Kuitenkaan muita jakautumisen vaikutuksia jakautuneisiin yhtiöihin ei ole paljoa tutkittu. Kansainvälistä tutkimusta yhtiöiden jakautumisista on tehty esimerkiksi Yhdysvalloista, missä jakautumiset ovat kuuluneet paikalliseen lainsäädäntöön jo pitkään. Kuitenkin amerikkalainen sääntely on hyvin erilaista kuin Suomessa, joten amerikkalaistutkimuksia ei ole mahdollista suoraan hyödyntää tässä tutkimuksessa. Lisäksi myös Yhdysvalloissa tutkimus yhtiöiden jakautumisista liittyy eniten jakautumisten verovaikutuksiin. Erään amerikkalaistutkimuksen mukaan, jossa tutkittiin 26 pörssiyhtiön arvon kehitystä jakautumisen seurauksena, yrityksen arvo kasvaa keskimäärin noin 3 % jakautumisuutisen jälkeen (Veld & Veld-Merkoulova 2009, 407 - 420).

Jakautumisten vaikutuksia yrityksen arvoon on kiinnostavaa ja ajankohtaista tutkia, sillä jakautumisen sääntely on melko uutta ja pörssiyhtiöiden jakautumisista on uusia esimerkkejä saatavilla. Tämän tutkielman tekijä on kirjoittanut kandidaatin tutkielmansa vuonna 2013 pörssiyhtiöiden jakautumisen vaikutuksesta yrityksen arvoon, jossa otettiin neljä 2004 - 2006 vuonna jakautunutta pörssiyhtiötä empiirisen osuuden aineistoksi. Tämän vuoksi tutkijalle on luonnollista jatkaa tutkimusta päivitettyillä lähdemateriaaleilla, tuoreilla case-yrityksillä ja muokatuilla tutkimusongelmilla yritysjärjestelyjen ollessa mieluisa tutkimuskohde. Mediassa on kirjoitettu paljon pörssiyhtiöiden jakautumisista, ja vaikuttaakin siltä, että yleisesti ottaen ihmiset ovat kiinnostuneita kyseisistä yritysjärjestelyistä. Syynä on varmasti myös se, että ihmisiä kiinnostaa, miten uudet pörssiin listautuvat yhtiöt pärjäävät ja voisivatko ne olla potentiaalisia sijoituskohteita. Sen lisäksi, että tutkimuksen aihe on ajankohtainen ja sillä on uutuusarvoa, on mielenkiintoista tehdä tutkimusta jakautumisten vaikutuksista yrityksen arvoon, koska nykyään osakkeenomistajat haluavat entistä enemmän tietoa sijoituksistaan ja ovat aiempaa tietoisempia sijoituskohteidensa kannattavuudesta. Todennäköisesti myös yrityksen muut sidosryhmät, erityisesti yritysjohto, ovat kiinnostuneita jakautumisen vaikutuksesta yrityksen arvon kehitykseen. Jos jakautumisella voidaan saada yritykselle lisäarvoa, varmasti yhä useammat yhtiöt ovat kiinnostuneita harkitsemaan sen toteuttamista.

Riskin ollessa aina sijoituksen tuoton vastapuolena, on tutkimuksessa tärkeää ottaa myös tämä puoli esille, kun tutkimusta tehdään osakkeenomistajan näkökulmasta. Kausittain on muodissa erikoistuminen ja näin ollen kapeat toimialarakenteet, kun taas välillä muodissa on laajat monialaorganisaatiot. Tällä hetkellä monialayhtiöt ovat menettäneet suosiotaan ja jakautumisten kautta pyritään taas keskittyneempiin yrityksiin, joissa panostetaan ydintoimintaan. Kun yhtiöt jakavat toimintahaarojaan omiksi yhtiökseen, syntyy pienempää toimialaa edustavia yhtiöitä, jotka ovat herkempiä suhdannevaihteluille, kuin montaa eri toimialaa harjoittavat monialayhtiöt. Näin yrityksen jakautuminen aiheuttaa suhdanneriskin kasvua. Tutkimuksen kohteena on yrityksen arvon muutoksen rinnalla yhtiön varautuminen suhdanneriskin kasvuun yhtiön toimialan kavennuttua. Samalla tutkitaan, miten yrityksen riskienhallinta muuttuu jakautumisen jälkeen.

1.2 Tutkimuksen tavoite ja rajaukset

Tutkimuksessa ollaan kiinnostuneita osakeyhtiölain mukaisesta jakautumisesta sekä siitä, miten jakautumiset vaikuttavat yrityksen arvoon. Toisaalta tutkimuksessa tutkitaan myös sitä, miten yritykset ovat riskienhallinnassaan huomioineet aiempaa suuremman suhdanneriskien, minkä jakautuminen yleensä aiheuttaa. Koko tutkimusta ohjaava ydinongelma on se, miten yhtiön jakautuminen vaikuttaa yrityksen arvoon sekä riskienhallintaan. Tutkimuksen tavoitteena on vastata mahdollisimman tarkasti ja luotettavasti tähän kysymykseen. Kuitenkin tutkimuksen ollessa kvalitatiivinen, tulee varautua siihen, että tutkimusongelma saattaa muokkaantua tutkimuksen edetessä (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 1997, 126).

Vaikka yleensä jonkin ilmiön vaikutuksia tutkittaessa tutkimus toteutetaan kvantitatiivisin menetelmin, tämä tutkimus on kvalitatiivinen. Tätä tutkimusta ei olisi mahdollista toteuttaa kvantitatiivisena, sillä Helsingin Pörssissä toteutettuja jakautumisia on vielä sääntelyn uutuuden vuoksi niin vähän, että otos kvantitatiiviseen tutkimukseen olisi liian pieni. Tässä tutkimuksessa ei siis etsitä tilastollisesti yleistettäviä riippuvuussuhteita, vaikka tutkimuksen keskiössä ovatkin jakautumisten vaikutukset. Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia empiiriseen osioon valittujen

case-yritysten osalta, miten yrityksen arvo ja riskienhallintakeinot ovat muuttuneet jakautumisen seurauksena. Tätä tutkimusta voitaisiinkin pitää esityönä mahdollisesti myöhemmin toteutettavalla kvantitatiiviselle tutkimukselle. Kvalitatiivisen tutkimuksen etuna on myös se, että syvälinen perehtyminen empiiriseen aineistoon mahdollistaa muiden, tutkimusongelman ulkopuolisten havaintojen tekemisen jakautumisista ja niiden vaikutuksista yrityksiin.

Tutkimusongelma on sen laajuuden vuoksi syytä jakaa pienempiin alaongelmiin, joiden kautta voidaan vastata varsinaiseen tutkimusongelmaan. Tutkimuksen tavoitteena on tutkia, miten yrityksen arvo muuttuu yrityksen jakautumisen vaikutuksesta, sekä miten jakautuminen vaikuttaa yrityksen riskienhallintaan. Yrityksen arvoa tarkastellaan tässä tutkimuksessa pääasiassa yrityksen markkina-arvon mutta myös yritysten eniten käyttämien, yrityksen arvosta kertovien tunnuslukujen kautta. Tutkimuksen alaongelmana voidaan pitää kysymystä siitä, miten jakautuminen vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon ja yrityksen arvosta kertoviin muihin tunnuslukuihin. Jakautumisen vaikutuksia riskienhallintaan tutkitaan puolestaan yrityksen oman raportoinnin perusteella suhdanneriskistä. Toinen alaongelma on, mitä yritys viestii jakautumisen aiheuttamasta suhdanneriskistä ja miten riskienhallinta muuttuu jakautumisen seurauksena. Oso case-tutkimuksessa on niin pieni, ettei yleistyksiä ole mahdollista tehdä pörssiyhtiöiden tulevien jakautumisien vaikutuksista. Tavoitteena on tutkia valittuja case-yrityksiä mahdollisimman syvälinen ja selvittää juuri kyseisten yritysten jakautumisten vaikutuksia yritysten arvon kehittymiseen sekä riskienhallinnan muutokseen.

Tutkimuksen selkeän ja täsmällisen toteuttamisen mahdollistamiseksi tulee tehdä rajauksia, joiden avulla tutkittavaa kohdetta ja tutkimuksessa kerättävää aineistoa voidaan tarkastella järjestelmällisesti ja syvälinen. Jakautumisia tarkastellaan osakeyhtiölain mukaan toteutettuina, joten tutkimuskohteena ovat nimenomaan osakeyhtiöt. Tutkimuksessa yrityksen jakautumisia lähestytään esimerkkiyritysten avulla, joita kutsutaan tutkimuksessa case-yrityksiksi. Case-yrityksiksi on valikoitu pörssiyhtiöitä, sillä ainoastaan niille syntyy markkina-arvo yrityksen osakkeiden ollessa julkisen kaupankäynnin kohteena. Lisäksi pörssiyhtiöistä on saatavilla eniten tietoa, sillä yhtiön on annettava osakkeiden omistajille paljon informaatiota, jotta yritys olisi

mahdollisimman läpinäkyvä. Case-yrityksiksi rajataan Helsingin Pörssissä olevat yritykset, jotka ovat toteuttaneet Suomen osakeyhtiölain mukaisen jakautumisen vuosina 2012 - 2013. Ajallisesti tämä raja on paras, sillä tutkimukseen halutaan mukaan uusimpia jakautumisia, ja taloudellinen tilanne jakautuneille yhtiöille on ollut melko sama. Myös etuna on se, että osakeyhtiölain ja elinkeinoverolain muutokset on toteutettu ennen kyseisiä jakautumisia. Uudempia jakautumisia ei olisi mahdollista ottaa mukaan aineistoon, sillä jakautumisen jälkeistä vuosikertomusta ei olisi vielä saatavilla.

Tutkimuksen laajuuden ollessa rajallinen, tutkimus ei syvällisesti pureudu jakautumisen verovaikutuksiin. Verovaikutuksia on tutkittu aiemmin paljon, joten niiden tutkiminen ei tuottaisi myöskään tutkimukselle lisäarvoa. Elinkeinooverolaki sekä myös siihen viittaava tuloverolaki tarkoittavat jakautumisella juuri osakeyhtiölain mukaista jakautumista. Ne sääntelevät jakautumisen verokohtelusta, mikä vaikuttaa yritysten jakautumistavan valintaan. Teoreettisessa viitekehyksessä on otettu myös sääntely kyseisten verolakien osalta huomioon, jotta voidaan ymmärtää yritysten valintoja syvällisemmin. Kuitenkaan muiden verolakien sääntelystä mahdollisesti aiheutuvia vaikutuksia ei siinä käsitellä. Jakautumisen kirjanpidollisia vaikutuksia on tutkittu laajasti aiemmin, mutta niitä ei tässä tutkimuksessa huomioida. Jakautumisen vaikutuksia tutkitaan pääasiallisesti lyhyellä aikavälillä jakautumisen jälkeen, sillä monet muut seikat vaikuttavat yhtiön arvon kehitykseen ja riskienhallinnan muutokseen pidemmän ajan kuluttua. Toiseksi osakekurssit reagoivat pian jakautumisen jälkeen siihen, onko jakautumista pidetty hyvänä asiana vai ei.

Tutkimusta tehdään katsomalla jakautumisia erityisesti osakkeenomistajan näkökulmasta. Tämä on luonnollista siksi, että jakautuminen vaikuttaa merkittävästi sijoittajiin, joiden osakeomistuksissa tapahtuu muutoksia jakautumisten seurauksena. Nimenomaan osakkeenomistajat päättävät, onko yritys jakautumisen jälkeen arvokkaampi kuin aiemmin. Yrityksen johdon intressinä on saada mahdollisimman paljon varallisuutta eli omaa pääomaa sijoittajilta, mikä onnistuu vain vastaamalla osakkeenomistajien toiveisiin arvonnoususta. Siksi osakkeenomistajat ovat tässä tilanteessa määräävässä asemassa. Koska osakkeenomistajia kiinnostaa erityisesti sijoitustensa arvonnousu, tutkimuksessa keskitytään tutkimaan jakautumisen vaikutuksia yrityksen arvoon. Tutkimuksessa annetaan eniten painoarvoa markkina-

arvolle, koska rahoitusteorian mukaan kaikkien yritysten sidosryhmien tavoitteena tulisi olla markkina-arvon maksimointi (Niskanen & Niskanen 2000, 13). Tutkimuksessa tarkastellaan myös muita yrityksen arvosta ja menestyksestä kertovia tunnuslukuja.

Toisaalta sijoittaja haluaa, että sijoituksesta aiheutuva riski minimoituu. Kuitenkin yhtiön jakautuminen aiheuttaa aiempaa herkempää reagointia suhdanteiden vaihtelulle, kun yrityksen toimiala kapenee, jolloin yrityksen suhdanneriski kasvaa. Tämän vuoksi jakautumisen tulee nostaa yrityksen arvoa, jotta sijoittaja saa vastinetta suuremmalle riskille. Aiemmin muodissa olleet monialayhtiöt voivat sitoa yrityksen rakenteisiin piiloutunutta arvoa, mikä voi paljastua yhtiön jakautuessa. Lisäksi sijoittajan kannalta monialayhtiöt ovat vaikeasti analysoitavia. Positiivista monialayhtiöissä on se, että suhdanneriski tasaantuu. Toisaalta sijoittajan on helpompi hajauttaa riskiä sijoittamalla varojaan eri toimialojen yhtiöihin kuin yhtiöiden. Monialayhtiöissä sijoittaja ei voi valita sijoituskohteitaan itse, vaan sen tekee sijoittajan puolesta yritys valitessaan konserniin kuuluvat toimialat. Näyttääkin siltä, että sijoittajat arvostavat läpinäkyvyyttä enemmän kuin liiketoiminnan vakautta. Tämän vuoksi yhtiöiden jakautumiset ovat olleet lähiaikoina muodissa. (Arvopaperi d 2013; Talouselämä b 2005.)

1.3 Tutkimusmetodologia ja -menetelmät

Tutkimus on luonteeltaan laadullinen eli kvalitatiivinen tapaustutkimus, jossa tarkasti valittua joukkoa yrityksiä tutkitaan mahdollisimman syvällisesti ja pyritään löytämään syy-seuraussuhteita. Laadulliselle tutkimukselle on ominaista tutkia kohdetta kokonaisvaltaisesti ja syvällisesti sekä samalla selittää ja lisätä ymmärrystä tutkittavasta ilmiöstä (Hirsjärvi ym. 2009, 160 - 161). Tapaustutkimukselle on tyypillistä, että pientä joukkoa toisiinsa suhteessa olevia kohteita tutkitaan yksityiskohtaisesti jonkin ilmiön kuvaamiseksi (Hirsjärvi ym. 2009, 134). Tässä tutkimuksessa case-yritykset ovat pörssiyrityksiä, jotka ovat toteuttaneet osakeyhtiölain mukaisen jakautumisen, ja tutkimuksen keskiössä ilmiönä on jakautumisen vaikutusten tutkiminen. Aineisto hankitaan keräämällä case-yrityksistä tietoa yritysten vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä, jakautumissuunnitelmista ja pörssitiedotteista.

Tämän tutkimuksen ollessa kvalitatiivinen, on teoreettisen viitekehyksen osuus merkittävässä roolissa, sillä erityisesti kvalitatiivisessa tutkimuksessa tulee näkyä, kuinka tutkimusta ohjaavat valinnat sekä empiirisen osuuden tulkinnat pohjautuvat teoreettiseen viitekehykseen (Tuomi & Sarajärvi 2009, 18). Lisäksi yleisen näkemyksen mukaan laadullisessa tutkimuksessa on ongelmana yleistettävyys. Myös sen vuoksi empiriaa analysoitaessa tulee tutkimuksen pohjata teoreettiseen viitekehykseen ja aiempaan tutkimukseen mahdollisimman voimakkaasta. (Alasuutari 2011, 190.) Kun yhteys empirian ja teorian välillä on oleellinen, voidaan puhua hypoteettis-deduktiivisesta metodista, jonka mukaan teoria syntyy reaali maailmassa tehtävistä havainnoista. Teoriasta johdettavia uusia hypoteeseja voidaan taas todentaa reaali maailmassa. (Hirsjärvi ym. 2009, 137.)

Tutkimuksen tekemisen taustalla vaikuttavat aina tutkijan tietoiset ja tiedostamattomat valinnat, joita kutsutaan tieteenfilosofiksi perusoletuksiksi (Hirsjärvi ym. 2009, 129). Kvalitatiivisessa tutkimuksessa ajatellaan, että todellisuutta ei voida kuvata yksiselitteisesti ja objektiivisesti, vaan todellisuus on moninaista ja sitä tarkastellaan aina omasta subjektiivisesta näkökulmasta. Nämä oletukset todellisuuden luonteesta ovat tutkimuksen ontologisia valintoja. Tutkimuksen epistemologiset valinnat tarkoittavat oletuksia tiedon luonteesta sekä tutkijan tutkittavan välisestä suhteesta. Kvalitatiiviselle tutkimukselle on ominaista, että tutkittava kohde sekä tutkija nähdään olevan vuorovaikutuksessa toistensa kanssa, ja että tutkija vaikuttaa tutkittavaan kohteeseen. (Hirsjärvi ym. 2009, 129 - 131.) Kvalitatiivinen tutkimus on yleensä induktiivinen prosessi, jossa on tarkoitus paljastaa uusia asioita tarkastelemalla ilmiötä yksityiskohtaisesti, eikä niinkään testata teorioita tai hypoteeseja, kuten määrällisessä tutkimuksessa (Hirsjärvi ym. 2009, 160).

Tämän tutkimuksen tieteenfilosofian voidaan sanoa sisältävän positivistisia piirteitä, joita ovat muun muassa hypoteettis-deduktiivinen ajatusmalli, empirian merkitys tutkimuksessa ja kausaalisuuden tutkiminen (Neilimo & Näsi 1980, 3 - 22). Liiketaloustieteellisessä tutkimuksessa on usein käytetty Neilimon ja Näsin (1980, 31) tutkimusotteiden jakoa neljään kategoriaan, jotka ovat käsiteanalyttinen, nomoteettinen, päätöksentekometodologinen ja toiminta-analyttinen tutkimusote. Myöhemmin tähän ryhmittelyyn on otettu mukaan Kasasen, Lukan ja Siitosen (1991,

317) konstrukttiivinen tutkimusote. Tutkimusotteella tarkoitetaan ohjeiden kokonaisuutta tieteenfilosofian tulkitsemisen avuksi, jotta sen soveltaminen käytännössä olisi mahdollista (Neilimo & Näsi 1980, 38). Tämän tutkimuksen tutkimusotteessa on sekä nomoteettisia että toiminta-analyttisiä piirteitä. Nomoteettisen tutkimusotteen piirteistä tähän tutkimukseen soveltuu kausaalisuus eli ilmiön selittäminen, positivismi tutkimuksen taustalla ja empiirisen osuuden on merkittävä rooli. Toiminta-analyttisen tutkimusotteen piirteistä tähän tutkimukseen soveltuu ilmiön ymmärtäminen, tavoitteiden muuttumisen mahdollisuus, inhimillisyyden huomiointi ja empirian mukana oleminen harvojen kohdeyksiköiden kautta. (Neilimo & Näsi 1980, 67.)

1.4 Tutkimuksen kulku ja kirjallisuus

Tutkimuksen toinen luku muodostaa teoreettisen viitekehyksen, eli se johdattaa lukijan aiheeseen kirjallisuuden sekä aiempien tutkimusten perusteella. Teoriaosuudessa kerrotaan, mitä yrityksen jakautumisesta säädetään elinkeinoverolaissa, tuloverolaissa ja tärkeimpänä osakeyhtiölaissa. Tämän lisäksi jakautumisia tarkastellaan muun kirjallisuuden avulla yhtenä yritysjärjestelykeinona ja pohditaan samalla syitä, miksi yritykset toteuttavat jakautumisia. Jakautumisia sekä niiden verovaikutuksia ovat tutkineet Suomessa erityisesti oikeustieteen tohtorit Raimo Immonen sekä Pauli Mattila. Lisäksi teoreettisessa viitekehyksessä esitetään, miten voidaan saada tietoa yrityksen arvosta markkina-arvon ja eniten käytettyjen tunnuslukujen perusteella. Kauppatieteiden tohtorit Juha-Pekka Kallunki ja Teppo Martikainen ovat kirjoittaneet yrityksen arvonmäärittämisestä ja sijoittamisesta useita oppikirjoja. Kolmantena osana teoreettisessa viitekehyksessä on yrityksen riskienhallinta. Siinä tarkastellaan, mitä vaatimuksia riskienhallinnalle asetetaan, mitkä ovat riskienhallinnan tavoitteet ja miten riskejä luokitellaan sekä miten riskienhallinnasta raportoidaan. Riskienhallinta on oppiaineena melko uusi, mutta esimerkiksi Juvonen, Korhonen ja Ojala (2011) sekä Ilmonen (2013) ovat kirjoittaneet riskienhallinnasta perusteokset.

Kolmas kappale edustaa tutkimuksen empiiristä osuutta. Siinä kuvataan aineiston keruu case-yritysten vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä ja muista tiedotteista. Case-yrityksiä ovat Sievi Capital Oyj, Scanfil Oyj, YIT Oyj, Caverion Oyj, Ahlstrom Oyj, Munksjö

Oyj, Metso Oyj ja Valmet Oyj. Yritykset ovat Helsingin Pörssissä jakautuneita yhtiöitä vuosina 2012 - 2013. Yleinen taloudellinen tilanne vaikuttaa yhtiöiden tilikausien väliseen vertailukelpoisuuteen, mutta se pyritään ottamaan mahdollisimman tarkasti huomioon. Suurin osa case-tutkimuksen aineistosta löytyy vuosikertomuksista ja muista yhtiöiden julkaisuista ennen jakautumista, jakautumisvuoden ajalta ja jakautumisen jälkeen, joten tutkimus kohdistuu kolmen vuoden aikajänteeseen kunkin jakautumisen osalta. Yhden jakautumisen tarkasteluvälin ollessa vain kolme vuotta markkinatilanne ei ole ehtinyt muuttua radikaalisti. Toisaalta tutkimuksessa tulee ottaa huomioon, että vaikka yleinen taloudellinen tilanne olisi koko tarkastelujakson sama, yrityksen taloudellinen tilanne voi muuttua muista syistä kuin jakautumisen vaikutuksesta. Aineisto on yrityksen arvon osalta numeerista dataa vuosikertomuksista ja tilinpäätöksistä, ja riskienhallinnan osalta sanallista, yrityksen omaa raportointia vuosikertomuksista.

Neljännessä kappaleessa analysoidaan kolmannessa kappaleessa kerättyä aineistoa. Siinä tutkitaan ensin, miten jakautuminen on suoritettu ja minkälainen markkinatilanne on silloin yrityksellä ollut. Yrityksen arvoa tutkitaan sillä perusteella, että mitkä ovat jakautumisen vaikutukset pääasiallisesti markkina-arvoon mutta myös teoriaosassa esiteltuihin tunnuslukuihin. Sitten vuosikertomuksien perusteella kerättyä tietoa yrityksen riskienhallinnasta analysoidaan ja tutkitaan, miten suhdanneriskin kasvu on huomioitu ja mitä muutoksia riskienhallinnassa on tehty. Kappaleen loppuun tehdään yhteenveto tuloksista ja havainnollistetaan tärkeimpiä tuloksia taulun avulla. Lisäksi viimeisessä alaluvussa 4.6 esitetään muita havaintoja aineistosta.

Tutkimuksen viides kappale koostuu yhteenvedosta ja johtopäätöksistä. Johtopäätösten tekeminen pohjautuu empiirisessä tutkimuksessa saatuihin tuloksiin sekä teoriaan. Lisäksi viimeisessä kappaleessa pohditaan tutkimuksen luotettavuutta ja tutkimuksen rajoitteita sekä pohditaan mahdollisia jatkotutkimuksen aiheita. Liitteinä ovat osakeyhtiölain mukainen pohja jakautumissuunnitelmalle sekä empiirisen osion aineiston lähteet.

2 JAKAUTUMINEN, YRITYKSEN ARVO JA RISKIENHALLINTA

Tämä kappale edustaa tutkimuksen teoreettista viitekehystä, joka perustuu kirjallisuuteen, lainsäädäntöön ja aiempaan tutkimukseen. Kappaleessa 2.1 käsitellään jakautumisen muodostumista osaksi suomalaista lainsäädäntöä Euroopan Yhteisön direktiivien ja muuttuneen yritysten toimintaympäristön vaikutuksesta. Alaluvuissa käsitellään jakautumista osakeyhtiölain (OYL), elinkeinoverolain (EVL) ja tuloverolain (TVL) perusteella ja kyseisten lakien välisiä yhteyksiä ja edellytyksiä veroneutraalin jakautumisen toteuttamiseksi. Kappaleessa 2.2 jakautumisia tarkastellaan yhtenä yritysjärjestelykeinona. Siinä tutkitaan, mitä erilaisia tapoja on olemassa liiketoiminnan eriyttämiseksi omaksi yhtiökseen, jakautumisen etuja ja haittoja, median kirjoittelua jakautumisista sekä jakautumisia Yhdysvalloissa. Kappale 2.3 keskittyy yrityksen arvon muodostumiseen markkina-arvon ja yrityksen arvosta kertovien tunnuslukujen näkökulmasta. Viimeisenä kappaleessa 2.4 keskitytään riskienhallintaan kohdistuviin vaatimuksiin, riskienhallinnan tavoitteisiin ja riskien luokitteluun sekä riskiraportointiin.

Teoreettisessa tutkimuksessa ilmiöiden käsitteellistäminen on tärkeää, sillä ilmiöitä pyritään hahmottamaan yleisellä, teoreettisella tasolla kokemuserusteisten havaintojen lisäksi (Hirsjärvi ym. 2009, 146 - 147). Määritelmä puolestaan rajaa ja täsmentää käsitteen ja samalla antaa käsitteelle merkityksen (Hirsjärvi ym. 2009, 152). Tutkimuksen teoreettisessa viitekehyksessä määritellään tutkimuksen keskeisimmät käsitteet, jotka ovat jakautuminen, yrityksen arvo ja yrityksen riskienhallinta. Yritysjärjestely -käsite on jakautumisen yläkäsite. Yritysjärjestelyt voidaan määritellä järjestelyiksi, joissa yrityksen omaisuutta tai liiketoimintaa luovutetaan kokonaan tai osittain tai rakenteita muutetaan siten, ettei järjestelyn toisena osapuolena ole ulkopuolinen taho eikä omaisuuden siirtohinna välttämättä perustu markkinahintaan. (Immonen 2015, 17 - 18.) Termi on alun perin ollut käytössä vero-oikeudessa. Aikaisemmin käsite oli laissa epävirallinen, mutta siitä tehtiin virallinen, kun siitä tuli TVL:n II osan 4 luvun otsikko. Vaikka EVL 52 a - 52 f §:t sääntelevät yritysjärjestelyitä, kyseistä termiä ei siinä käytetä. Kuitenkin käsite on vakiintunut elinkeinoverotuksen käsitteistössä ja hallituksen esityksissäkin puhutaan

yrittäjärjestelyistä. (Immonen 2015, 17 - 18.) Jakautuminen vaikuttaisi olevan nykyisin kaikkein yleisin yrittäjärjestelykeino (Kukkonen & Walden 2010, 272).

2.1 Jakautuminen osana lainsäädäntöä

Suomen vanha osakeyhtiölaki (734/1978) astui voimaan 1.1.1980 pohjoismaisen yhteistyön tuloksena. Laki perustui pitkälti Ruotsin vuoden 1944 osakeyhtiölakiin, sillä vuonna 1960 asetetun osakeyhtiölakikomitean tarkoituksena oli yhtenäistää mahdollisimman paljon pohjoismaista osakeyhtiölainsäädäntöä. (HE 109/2005) Siinä ei ollut vielä sääntelyä yhtiön jakautumisesta, mutta yhtiön sulautumisesta ja vähemmistöosakkeiden lunastamisesta säädettiin luvussa 14. Suomi liittyi Euroopan Yhteisöön (EY), nykyiseen Euroopan Unioniin, vuonna 1995, jolloin sen piti muuttaa kansallista lainsäädäntöä EY:n direktiivien mukaiseksi. Myös elinkeinoelämän kannalta yritysten täytyi saada joustavampia vaihtoehtoja kehittää yhtiörakenteita. Niin sanottu yrittäjärjestelydirektiivi säädettiin edistämään sisämarkkinoiden syntymistä poistamalla haitat, joita syntyi rajat ylittävissä yrittäjärjestelyissä. (Järvenoja 2007, 25 - 26.)

EY:n vuonna 1990 asettaman sulautumisia, jakautumisia, osakkeiden vaihtoja ja varojen siirtoa koskeva direktiivi yhtenäisestä verokohtelusta (90/434/ETY) oli pohjana ensimmäiselle kansallisen lainsäädännön muutokselle, kun lakia elinkeinotulon verottamisesta, eli niin kutsuttua elinkeinoverolakia, muutettiin vuonna 1996 niin, että jakautumiset pystyttiin ehdot täyttäen toteuttamaan veroneutraalisti (Järvenoja 2007, 25 - 26). Direktiivin tarkoitus on poistaa verotuksellisia esteitä yritystoiminnan uudelleenjärjestelylle Euroopan Unionin (EU) alueella, kuitenkin vaarantamatta jäsenmaiden sisäistä verotusta (Andersson & Penttilä 2014, 710). EY:n direktiivi on minimidirektiivi, eli sen ankarampaa verokohtelua ei kansalliseen lainsäädäntöön voida sisällyttää mutta kevyempää voidaan. Direktiivi on tehty sääntelemään tilanteita, joissa yrittäjärjestelyn osapuolet ovat kahdessa eri jäsenvaltiossa, mutta useimmiten, kuten myös Suomessa, direktiivi on otettu koskemaan myös jäsenvaltion sisäisiä järjestelyitä. (Immonen 2011, 210 - 212; Järvenoja 2007, 35 - 36.) Käytännössä rajat ylittäviä jakautumisia on ollut hyvin vähän maakohtaisten lainsäädäntöjen erojen vuoksi (Kellas 2010, 89).

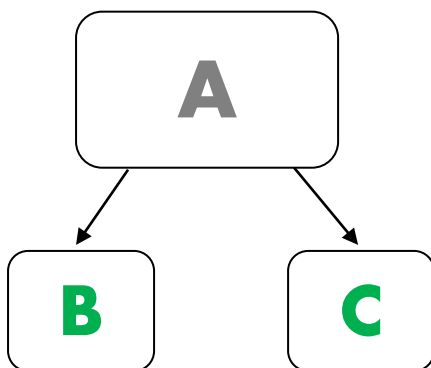
EU:n kuudennessa yhtiöoikeudellisessa direktiivissä (82/891/ETY) on vuodesta 1982 alkaen säädetty osakeyhtiöiden jakautumisesta niin sanotussa jakautumisdirektiivissä. Direktiivi sisältää option, jonka mukaan jäsenmaat voivat vapaasti harkita, haluavatko ne sallia jakautumisen osakeyhtiöoikeudessaan. Jos jäsenmaa haluaa hyötyä jakautumisinstituutista, sääntelyssä on noudatettava direktiivin määräyksiä. Suomi päätti sallia jakautumisen, ja OYL:iin tehtiin merkittäviä muutoksia vuonna 1997. Osittaisuudistus sisälsi merkittäviä yhtiöoikeudellisia muutoksia jakautumisen ohessa, muun muassa jako yksityisiin ja julkisiin osakeyhtiöihin tuli käyttöön. Uudistusten perusteluina olivat yritystoiminnan erikoistumisen, rahoituksen muodostuminen entistä tärkeämmäksi kilpailutekijäksi, lama-aikana lisääntynyt talousrikollisuus sekä EU:n yhdentymisvaatimukset. (TaVM 1996/24.) Jakautumisen toteuttaminen lain mukaan tuli uudistuksen myötä mahdolliseksi käytännössä, kun jakautuminen lisättiin vanhan OYL:n lukuun 14 a (Koski & af Schultén 2000, 536 - 537). Siinä viitattiin luvun 14 sulautumista koskeviin säännöksiin aina kuin mahdollista, sillä sääntely oli tiettyjä poikkeuksia lukuun ottamatta samanlaista (Koski & af Schultén 2000, 536 - 537). EY:n direktiivistä poiketen, jakautumisen lainsäädäntö koskee Suomessa julkisten osakeyhtiöiden lisäksi yksityisiä osakeyhtiöitä (Immonen 2006, 333 - 335).

Kuitenkin vuodesta 2000 alkaen suunniteltiin OYL:iin kokonaisuudistusta, sillä koettiin, että yritysten toimintaympäristön muutokset olivat asettaneet paljon uusia haasteita yrityksille. Maailmankaupan ja sijoitustoiminnan vapautuminen, rahoitusjärjestelmän muuttuminen ja julkisten osakeyhtiöiden vähemmistöosakkaiden määrän kasvu olivat aiheuttaneet yhtiöoikeudellisia muutospaineita lainsäädännön ollessa nykyään yksi kilpailutekijä. Kokonaisuudistuksella haluttiin joustavoittaa lainsäädäntöä, jotta yrityksillä olisi enemmän toimintavaihtoehtoja ja jotta kilpailu- ja työllistämiskyky paranisivat. (Oikeusministeriö 2000.) Vuonna 2006 tuli voimaan uusi osakeyhtiölaki, jonka luku 17 määrää nykyään jakautumisesta. Jakautumislainsäädännöllä pyritään erityisesti siihen, että yritysrakennetta voidaan muuttaa ilman, että omistajien tai velkojien asema muuttuu (Immonen 2015, 394).

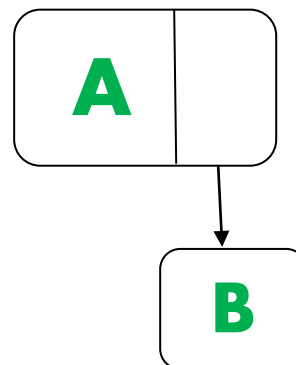
2.1.1 Jakautuminen osakeyhtiölaissa

OYL:n 17:1:n mukaan osakeyhtiö (jakautuva yhtiö) voi jakautua siten, että jakautuvan yhtiön varat ja velat siirtyvät osittain tai kokonaan yhdelle tai useammalle osakeyhtiölle (vastaanottava yhtiö). Jakautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat jakautumisvastikkeena vastaanottavan yhtiön osakkeita. Jakautuminen on sulautumisen tavoin yleisseuraanto, vaikka siihen liittyy erityispiirteitä (HE 177/1995). Yleisseuraannolla tarkoitetaan vakiintuneen käsityksen mukaan sitä, että yhtiön varat ja velat siirtyvät ilman selvitysmenettelyä toiselle yhtiölle. Varoja ja velkoja ei tarvitse myöskään yksilöidä eikä velkojien tai muiden sopimuskumppaneiden lupaa jakautumiselle tarvita. (Immonen 2007, 154.)

Menettelytapoja, joilla jakautuminen voidaan suorittaa, on Suomessa kaksi, joista ensimmäisessä osakeyhtiön kaikki varat ja velat jaetaan kahdelle tai useammalle osakeyhtiölle, ja jakautuva yhtiö purkautuu ilman selvitysmenettelyä. Vastaanottavat yhtiöt voivat olla joko toimivia yhtiöitä tai ne voidaan perustaa jakautumisen yhteydessä. Tämä menettely on nimeltään kokonaisjakautuminen, jota kutsutaan myös täydelliseksi jakautumiseksi (kuvio 1). Toinen menettely on sellainen, jossa jakautuvan yhtiön varat ja velat jaetaan yhdelle tai useammalle vastaanottavalle yhtiölle, mutta jakautuva yhtiö jatkaa toimintaansa. Myös tässä menettelyssä vastaanottavat yhtiöt voivat olla joko toimivia tai perustettavia yhtiöitä. Tämä menettely on nimeltään osittaisjakautuminen (kuvio 2). (OYL 17:2.) Lähtökohtaisesti laki on tehty kokonaisjakautumiseen soveltuvaksi, mutta samoja pykäläitä noudatetaan osittaisjakautumisessa soveltuvin osin (Immonen 2006, 335).



Kuvio 1 Kokonaisjakautuminen



Kuvio 2 Osittaisjakautuminen

Jakautuminen on myös mahdollista toteuttaa niin, että osakeyhtiömuoto muuttuu. Tämä tarkoittaa sitä, että yksityinen osakeyhtiö voi jakautua esimerkiksi yhdeksi julkiseksi ja yhdeksi yksityiseksi osakeyhtiöksi. Jakautuminen on mahdollista toteuttaa myös niin sanottuna kolmikantajakautumisena, jossa jakautumisvastikkeen antaa jokin muu osapuoli, kuin jakautumiseen osallistuva yhtiö. (Honkamäki & Pennanen 2010, 187.)

Jakautuminen on monivaiheinen prosessi. Jakautuminen alkaa jakautumissuunnitelman luomisella, jonka jakautumiseen osallistuvien yhtiöiden hallitukset allekirjoittavat. Laissa vaadittu jakautumissuunnitelman sisältö on todella laaja, vaikka se on vain sisällön minimivaatimus (Liite 1). Jokaisen osallistuvan yhtiön tulee saada jakautumissuunnitelmasta lausunto tilintarkastajalta. Lausunnon päätarkoituksena on varmistaa, että suunnitelmassa on oikeat ja riittävät tiedot siitä, miten jakautumisvastikkeet jaetaan jakautuvan yhtiön osakkeenomistajille. Vastike saadaan menetettyjen osakkeiden korvauksena, ja se voi olla rahaa, muuta omaisuutta tai sitoumuksia. (OYL 17:4.) Yleensä se on vastaanottavan yhtiön osakkeita. Velkojien suojan kannalta on tärkeää myös tietää, vaikuttaako jakautuminen velkojen takaisinmaksukykyyn. Osittaisjakautumisessa tulee siis selvittää vastaanottavan yhtiön taloudellinen tilanne. (Blummé, Pitkänen, Raunio, Äärilä 2001; Immonen 2006.)

Jakautumissuunnitelma ilmoitetaan osallistuvien yhtiöiden taholta rekisteröitäväksi kuukauden sisällä suunnitelman allekirjoittamisesta. Yhtiön velkojilla, joilla on saatavia ennen rekisteröintiä, on oikeus vastustaa jakautumista ilmoittamalla vastustamisesta rekisteriviranomaisille. Tätä varten jakautuva yhtiö hakee kuulutusta, jonka viranomaisen julkaisee virallisessa lehdessä. Tämän jälkeen jakautumiseen osallistuvat yhtiöt yhdessä ilmoittavat jakautumisen täytäntöönpanosta viranomaisille. Jos velkoja ei ole vastustanut jakautumista, rekisteriviranomaisen tulee hyväksyä jakautuminen. (OYL 17:5 - 17:15.)

Kun jakautuminen tulee voimaan, yhtiön varat ja velat siirtyvät vastaanottavalle yhtiölle tai vastaanottaville yhtiöille. Samalla kokonaisjakautumisessa jakautuva yhtiö purkautuu ja perustettavat yhtiöt syntyvät. Kokonaisjakautumisessa täytäntöönpanon jälkeen on tehtävä mahdollisimman pian tilinpäätös ja toimintakertomus siltä ajalta, kun sitä ei ole tehty. Lopputilityksen tarkastaa yhtiön tilintarkastaja ja antaa siitä

tilintarkastuskertomuksen. Jakautumisprosessissa on useita määräaikoja eri vaiheissa, joiden noudattamatta jättämisestä seuraa jakautumisen purkautuminen. (OYL 17:16 - 17:17.)

Kun uusi OYL tuli voimaan vuonna 2006 ja jakautumista koskeva sääntely siirtyi OYL:n lukuun 17, tärkein muutos oli se, että jakautuminen tuli mahdolliseksi toteuttaa perustettavien yhtiöiden lisäksi jo toimivaan yhtiöön. Vanha OYL ei siis tuntenut jakautumista toimivaan yhtiöön, vaan jakautumisessa tuli aina syntyä vähintään yksi uusi osakeyhtiö. Vaikka laissa kirjoitetaan jakautumisesta toimivaan yhtiöön, vastaanottavalla yhtiöllä ei tarvitse olla toimintaa. (Kellas 2010, 83 - 84.)

Euroopan Yhteisöjen jakautumisdirektiivissä (82/891/ETY) säädetään kokonais- ja osittaisjakautumisen lisäksi kolmannesta jakautumismenetelmästä, jota kutsutaan hankkimalla tapahtuvaksi jakautumiseksi. Siinä jakautuva yhtiö purkautuu selvitysmenettelyttä siirtäen varansa ja velkansa yhdelle tai useammalle toimivalle yhtiölle, ja jakautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat vastineeksi vastaanottavien yhtiöiden osakkeita ja mahdollisen rahakorvauksen, joka saa olla enintään 10 % osakkeiden nimellisarvosta tai nimellisarvon puuttuessa osakkeita vastaavasta osuudesta yhtiön maksettua pääomaa. Tällä tavalla olisi mahdollista se, että jakautumisen seurauksena olisi vain yksi yhtiö. Hankkimalla tapahtuva jakautuminen ei ole OYL:n mukaan mahdollinen, mutta EVL:n mukaan se olisi mahdollista. (EVL 52 c §, HE 89/1996, OYL 14 a.1 §.)

2.1.2 Jakautuminen elinkeino- ja tuloverolaissa

EVL 52 c §:ssä on säädetty jakautumisesta jo ennen OYL:a, mutta jakautumista ei ole käytännössä voitu soveltaa ennen OYL:n jakautumissäännöksiä voimaantulusta. Kun EVL:iin tuli ensimmäisen kerran sääntelyä jakautumisista, jakautuminen oli mahdollista toteuttaa veroneutraalisti ainoastaan kokonaisjakautumisella (HE 177/1995). Veroneutraaliudella jakautumisessa tarkoitetaan tässä sitä, ettei jakautuvalle yhtiölle tai vastaanottaville yhtiöille eikä osakkeenomistajille aiheudu välittömiä veroseuraamuksia. Verotus lykkääntyy siihen ajankohtaan, kun seuraavan kerran

tapahtuu omaisuuden luovutus. Tämä tarkoittaa verovelvolliselle lähinnä jaksotusetua. (Andersson & Penttilä 2014, 710 - 713.) Koska EVL:ssa ei ollut säännöksiä osittaisjakautumisesta vuoteen 2007 asti, jakautumiset toteutettiin käytännössä kokonaisjakautumisilla (EVL 52 c §; Puranen 1999, 502). EVL:iin tehtiin jakautumisen kannalta merkittävä muutos 1.1.2007 alkaen, kun osittaisjakautuminen tuli mukaan veroneutraalin jakautumismahdollisuuden piiriin (HE 247/2006). Muutos toteutettiin kuitenkin epäonnistuneesti, ja vuonna 2008 tehtiin uusi muutos, joka mahdollisti jakautumisvastikkeeksi vastaanottavan yhtiön hallussa olevat omat osakkeet (Andersson & Penttilä 2014, 743).

EVL:n jakautumisella tarkoitetaan juuri OYL:n mukaista jakautumista (EVL 52 c §). Nykyään siis tiettyjen OYL:n ehtoja tiukempien ehtojen mukaan kokonais- ja osittaisjakautuminen voidaan toteuttaa jatkuvuuden periaatetta soveltaen verotuksessa niin, että syntynyt voitto ei ole veronalaista tuloa eikä tappio vähennyskelpoista menoa (EVL 52 b §; Immonen 2015, 425). Jatkuvuuden periaatteella tarkoitetaan tässä sitä, että jakautuva yhtiö ei purkautu verotuksellisesti niin, että sen varat ja velat realisoituisivat, vaan liiketoiminta jatkuu eri omistuksessa.

EVL 52 c §:n mukaan kokonaisjakautuminen on järjestely, jossa osakeyhtiö purkautuu selvitysmenettelyttä siten, että sen varat ja velat siirtyvät kahdelle tai useammalle osakeyhtiölle jakautuvan yhtiön osakkeenomistajien saadessa vastikkeena osuuksiensa mukaisessa suhteessa kunkin vastaanottavan yhtiön liikkeeseen laskemia uusia osakkeita tai sen hallussa olevia omia osakkeita. Vastike voi myös olla rahaa, mutta enintään 10 % vastikkeena annettavien osakkeiden nimellisarvosta tai nimellisarvon puuttuessa osakkeita vastaavasta osuudesta yhtiön maksettua osakepääomaa. Osittaisjakautuminen on puolestaan järjestely, jossa osakeyhtiö selvitysmenettelyttä siirtää purkautumatta yhden tai useamman liiketoimintakokonaisuuden sellaisenaan yhdelle tai useammalle osakeyhtiölle ja jättää vähintään yhden liiketoimintakokonaisuuden yhtiöön. Jakautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat osuuksiensa mukaisessa suhteessa vastikkeena kunkin vastaanottavan yhtiön liikkeeseen laskemia uusia osakkeita tai sen hallussa olevia omia osakkeita. (EVL 52 c §; Kellas 2010, 92.) Liiketoimintakokonaisuuden käsite on merkittävä osittaisjakautumisen

arvioinnissa. Sillä tarkoitetaan yhtiön osan kaikkia varoja ja vastuita, jotka muodostavat itsenäisen kokonaisuuden, joka kykenee itsenäiseen liiketoimintaa. (HE 247/2006.)

Ratkaiseva ero veroneutraalin jakautumisen kannalta OYL:n edellytyksiin on siis jakautumisvastike. OYL:n mukaan se saa olla rahaa tai mitä tahansa muuta vastiketta ilman rajoituksia. Muusta jakautumisvastikkeesta, kuin rahasta ja yhtiön osakkeista, määrätään yhtiöjärjestyksessä. EVL:n mukaan vastike saa olla osakevastike tai rahavastike, joka on enintään 10 % osakkeiden nimellisarvosta. Muuta vastiketta ei hyväksytä. Lisäksi edellytyksenä EVL:n mukaan on se, että jakautumisvastike jaetaan omistajille heidän omistuksiensa suhteessa, vaikka OYL ei tätä edellytä. (Immonen 2015, 417; Kellas 2010, 92; Villa 2001, 130 - 104.) OYL:n mukaan on myös osittaisjakautumisessa mahdollista, että vastaanottaviin yhtiöihin jaetaan muutakin kuin kyseiseen liiketoimintakokonaisuuteen kuuluvaa omaisuutta, mutta EVL:n mukaan muuta omaisuutta ei saa jakaa (Kukkonen & Walden 2010, 274). Jos EVL 52 b:n ehdot veroneutraalin jakautumisen toteuttamisesta eivät täyty, seuraamuksena on omaisuuden luovutukseen perustuva verotus niin, että siirtyvän omaisuuden hankintamenoksi tulee käypä arvo. Myös jakautuvalle yhtiölle voi tulla tällöin veroseuraamuksia. (Andersson & Penttilä 2014, 713 - 714; Villa 2001, 104.)

Huomioitavaa EVL:n säännöksissä on erityinen veronkiertoa koskeva säännös EVL 52 h §:ssä (Andersson & Penttilä 2014, 711). Säännöksen mukaan yritysjärjestelyjä koskevia muita EVL:n säännöksiä ei sovelleta, jos yksinomaan tai yhtenä pääasiallisena tarkoituksena on veron kiertäminen tai veron välttäminen (EVL 52 h §). Vaikka Suomessa on jo ennestään veron kiertämistä estävä säännös, tällä säännöksellä on haluttu korostaa sitä, että yritysjärjestelyillä voi päästä merkittäviin veroetuihin, ja siihen tulisi aina olla liiketaloudelliset perusteet (Andersson & Penttilä 2014, 795). Yritysjärjestelyihin liittyvät vero-ongelmat lisääntyivät, kun käyttöomaisuusosakkeiden luovutusvoitot tulivat verovapaiksi vuodesta 2005 alkaen (Kukkonen & Walden 2010, 337).

EVL:n lisäksi sääntelyä yhtiöiden jakautumisista on TVL:ssa. TVL:n mukaan verotettava yhtiö voi jakautua samalla tavalla kuin EVL:n mukaan verotettava yhtiö (Honkamäki & Pennanen 2010, 209). TVL 3 §:n mukaisten muiden kotimaisten

yhteisöjen kuin osakeyhtiöiden sulautumisissa, jakautumisissa ja liiketoimintasiirroissa sovelletaan EVL:n säännöksiä, jos yhteisöä koskeva lainsäädäntö sallii kyseiset yritysjärjestelyt (Andersson & Penttilä 2014, 715). Muita TVL:n tarkoittamia yhteisöjä ovat muun muassa osuuskunta, taloudellinen yhdistys, säätiö, valtio, kunta ja kuolinpesä (TVL 3 §). TVL 28 §:n mukaisesti yhteisöjen jakautumisiin sovelletaan EVL 52 a, 52 c ja 52 h §:iä. Henkilöyhtiöt eivät voi jakautua, sillä niiden avoimista ja kommandiittiyhtiöistä annetun lain mukaan henkilöyhtiöt voivat toteuttaa vain sulautumisia. (Andersson & Penttilä 2014, 715.) Yrityksillä on nykyään paljon mahdollisuuksia toteuttaa jakautuminen sen omien tarpeiden mukaan, kun jakautuva sekä vastaanottava yhtiö voivat olla EVL:n mukaan verotettavan yhtiön lisäksi TVL:n mukaan verotettava yhtiö (Honkamäki & Pennanen 2010, 203).

2.2 Jakautuminen yritysjärjestelykeinona

Liiketoiminnan ollessa alati kehittyvää ja toimintaympäristön muutosten vaikutuksesta vaihtelevaa voi yritykselle tulla tarpeelliseksi muuttaa yrityksen omistuksen tai toiminnan rakenteita. Omistuksen rakenteella tarkoitetaan yhtiön omistajien jakautumista, esimerkiksi ovatko omistajat luonnollisia henkilöitä vai yhteisöjä. Toiminnan rakenteella tarkoitetaan yrityksen organisaatiomuotoa, eli onko yritys esimerkiksi yksi yritys vai konserni. (Immonen 2015, 17.) Yritysjärjestelyt ovat näiden rakenteiden uudelleenjärjestelyjä erilaisin keinoin ja tavoittein, joiden avulla voidaan vastata yrityksen ulkopuolisten tekijöiden muuttumiseen. Yrityksen tulee muuttua toimintaympäristönsä mukana, jotta se pysyy kilpailukykyisenä. (Immonen 2015, 30.)

Yritysjärjestelyillä tarkoitetaan yleensä OYL:n ja EVL:n tarkoittamia yritysjärjestelyjä, joita ovat yhtiön sulautuminen, jakautuminen, liiketoimintasiirto ja osakevaihto. Sulautumisella eli fuusiolla voidaan esimerkiksi purkaa konserni niin, että emo- ja tytäryhtiö yhdistyvät. Sulautumista voidaan käyttää esimerkiksi, kun halutaan purkaa päällekkäisiä toimintoja ja hyödyntää niin kutsuttuja synergiaetuja, joita voi syntyä toimintojen yhdistämisestä. Liiketoimintasiirrolla ja osakevaihdolla voidaan muodostaa konserneja, jolloin järjestelyt tapahtumat vertikaalisesti. Liiketoimintasiirrolla tavoitellaan yleensä itsenäisempää tulostavastuuta sekä päätösvallan uudelleen

jakautumista johtamisen tehostumisen rinnalla. Jakautumisessa voidaan taas hajauttaa horisontaalisesti liiketoimintakokonaisuuksia omiksi erillisiksi yhtiöikseen samojen omistajien suhteessa. Jakautumisessa yleensä käytetään niin sanottua back-to-basics -ajattelua, jossa halutaan keskittyä yrityksen ydintoimintaan ja jakaa epäolennaisia liiketoimintoja erillisiksi yhtiöiksi. Yrityskuvan kirkastuminen voi johtaa yrityksen arvon nousuun ja tehdä sijoittamisen osakkeisiin houkuttelevammaksi. (Immonen 2015, 28 - 30.)

Kuitenkin myös yrityskauppa voidaan nähdä yritysjärjestelynä, sillä se on yleisin tapa järjestellä yrityksen omistusta ja toimintaa uudelleen. Yrityskauppaa tarvitaan usein yritysjärjestelysarjan alku- tai loppupäässä. Yrityskaupalla tarkoitetaan järjestelyä, jossa yrityksen liikeomaisuus tai sen osakkeet tai osuudet ostetaan. (Immonen 2015, 34.) Yrityksen purkautumista voidaan myös pitää yritysjärjestelynä. Se on usein vaihtoehtoinen järjestely sulautumiselle, kun yrityksen omistaja harkitsee yhtiönsä varojen haltuunottoa. Purkaminen on yksi yhtiön lakkaamistapa, jossa osakeyhtiö asetetaan selvitysmenettelyyn, kun taas sulautumisessa yhtiö lakkaa selvitysmenettelyttä. (Immonen 2015, 270.)

Yritysjärjestelykeinoja voidaan hyödyntää itsenäisinä järjestelyinä, mutta käytännössä yritykset voivat hyötyä yritysjärjestelyistä erityisesti niin sanottuina sarjatoimina eli usean eri keinon toteuttamisena peräkkäin. Yritysjärjestelyt alkavat usein yrityskaupasta, ja sitä voi seurata esimerkiksi sulautuminen tai jakautuminen ennen liiketoimintasiirtoa. Näin toiminnan ja omistuksen rakenteita saadaan muokattua tehokkaasti. Verotuksessa sarjatoimiin liittyy erityisiä säännöksiä, sillä niitä arvioidaan kokonaisuutena. Lähtökohtana kaikille yritysjärjestelyille tulee olla verotuksesta riippumattomat liiketaloudelliset syyt, kuten liiketoiminnan tukeminen ja sitä kautta kannattavuuden parantaminen tai tehokkuuden ja tuottavuuden lisääminen. Yritysjärjestelyillä voidaan hakea myös mittakaavaetuja, toiminnan joustavuuden parantamista tai resurssien parempaa ohjautuvuutta. Jos järjestelylle ei ole varsinaista syytä, se voidaan katsoa veronkiertämiseksi. EVL 52 h §:ssä säännellään yritysjärjestelyjen veronkierrosta, jonka tarkoituksena on estää yritysjärjestelyjen keinotekoinen käyttö. (Immonen 2015, 28 - 29.)

2.2.1 Muut liiketoiminnan eriyttämiskeinot

Yritykset luovuttavat liiketoimintojaan keskittyäkseen ydinprosesseihin tai tiettyyn toimialaan. Liiketoiminto voidaan jakaa omaksi yhtiökseen monella eri tavalla, esimerkiksi liiketoiminnan luovutus kokonaan tai osittain voi tapahtua liiketoimintakauppana tai osakekauppana. Liiketoimintakaupassa liiketoiminta tai sen osa myydään yhtiöltä toiselle. Liiketoiminnan luovutus osakekauppana on yksinkertaista liiketoimintaa harjoittavalle yhtiölle, kun sen osakkeet luovutetaan osakkeenomistajalta toiselle. Luovutuksen voi toteuttaa kaupalla, osingonjakona tai osakkeet omistavan yhtiön purkautuessa jako-osana. (Honkamäki & Pennanen 2010.) Kun yhtiön liiketoimintakokonaisuus halutaan luovutuksessa listata erilliseksi pörssiyhtiöksi, voi luovutuksen toteuttaa jakautumisen lisäksi jakamalla tytäryhtiön osakkeita osinkoina tai maksullisella osakeannilla. (Pörssisäätiö a 2010.) Outokumpu Oyj hyödynsi vuonna 2006 liiketoiminnan luovutusta osakeantina, kun se irrotti Outotecin liiketoiminnot omaksi pörssiyhtiökseen ja myi 88 % osakkeistaan ulkopuolisille sijoittajille.

OYL 9:1:n mukaan yhtiö voi antaa uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia omia osakkeitaan. Tätä kutsutaan osakeanniksi. Osakkeita voidaan antaa merkittäväksi maksua vastaan tai maksutta. Osakeanneissa maksullisuus on OYL:n mukaan pääsääntö. Maksullisella osakeannilla tarkoitetaan antia, jossa luovutettavista osakkeista suoritetaan vastike. (Minilex 2015.) Maksullisesta osakeannista säädetään OYL 9:5 - 9:16:ssä. Merkintähinta voidaan maksaa rahana tai muuna omaisuutena, eli apportiomaisuutena. (OYL 9:11 - 9:12.) Liiketoiminnan luovutus osakeyhtiön hallussa olevia osakkeita myymällä voi EVL:n mukaan tapahtua veroneutraalista tiettyjen ehtojen täytyessä. Kun osakkeita luovutetaan osinkona, emoyhtiö luovuttaa omistamansa tytäryhtiöosakkeet emoyhtiön osakkeenomistajille. (Honkamäki & Pennanen 2010, 292 - 293, 380.) Osakkeiden luovutus osinkoina on epäedullisin vaihtoehto pienille osakkeenomistajille yhtiön irtautuessa, sillä alle 10 % omistavat joutuvat maksamaan osinkoveron uusista osakkeista (Pörssisäätiö a 2010). Kemiran jakautumiset vuosina 2004 ja 2010 sekä Fortumin jakautuminen vuonna 2005 toteutettiin lisäosinkoina, ja suurin osa omistajista joutui maksamaan osinkoveroa uusista osakkeista.

2.2.2 Jakautumisen edut ja haitat

Jakautuminen on tarpeellinen yritysjärjestelykeino, jonka avulla yritys voi vastata liiketoimintaympäristön muutoksiin joustavasti. Keskittyminen yhtiön ydinosaamiseen ja turhien toimintojen karsiminen selkeyttää yrityksen strategiaa, jolloin sitä on helpompi toteuttaa ja ymmärtää. Fokusointi auttaa sijoittajaa monella tavalla. Ensinnäkin, kun yrityksellä on selkeä ydintoiminta, sijoittaja ymmärtää paremmin, mihin kohteeseen hän on varojaan laittamassa. Toiseksi, kun jakautumisessa syntyy yleensä lisää yrityksiä, sijoittajalla on enemmän valinnanvaraa sijoituskohteeksi. Lisäksi toiminta voi tehostua, kun epäolennaisiin toimintoihin ei tarvitse enää panostaa. (Immonen 2006, 30 - 33.) Yhtiön motiivina jakautumiselle voi myös olla tuottoisampi osakkeiden myyminen eli suurempi oma pääoma. Pörssikurssin ollessa korkealla yritys kannatta jakaa, listata pörssiin ja myydä osakkeet korkealla hinnalla (Talouselämä b 2005).

Yritysjärjestelyjen takana voi myös olla tuleva yrityskauppa tai muu yritysjärjestely. Jakautumista voidaan myös käyttää niiden esityönä (Immonen 2015, 31; Honkamäki & Pennanen 2010, 186). Yritysmuodon muuttaminen ja omien osakkeiden lunastaminen on yleistä ennen yrityskauppaa. Suomalaisissa yhtiöissä on usein osinkotulojen verotuksen takia jätetty voittovaroja taseeseen. Sinne on myös voinut kerääntyä liiketoimintaan kuulumattomia varoja, kuten kiinteistöjä ja sijoituksia. Tämän takia jakautumisella voidaan keventää tasetta jakamalla yrityksen varallisuus yhteen tai useampaan yhtiöön ja yrityksen liiketoiminta erilliseksi yhtiöksi ennen yrityskauppaa. Tämä on keino välttää liian korkea kauppahinta liiketoiminnan ostajalle. Esimerkiksi omaksi yhtiökseen erotettu kiinteistö, joka jää yhtiön vanhalle omistajalle, voidaan vuokrata liiketoiminnan ostajalle. Tällöin ostaja ei tarvitse niin paljon rahoitusta liiketoiminnan aloittamiseen, kuin jos kiinteistökin lisättäisiin kauppahintaan, ja vanha omistaja saa vuokratuloja kauppahinnan lisäksi. (Lakiasiantuntimisto Jari Sotka.)

Jakautuminen on osoittautunut käyttökelpoiseksi myös sukupolvenvaihdoksissa, kun yhtiöstä halutaan muokata perillisille yrityskokonaisuuksia, joihin on helppo liittyä (Immonen 2015, 31; Tilisanomat 2006). Jakautumalla saadaan laskettua kauppahintaa jatkajalle sopivammaksi ja muokattua jatkamiskelpoisia yrityskokonaisuuksia.

Sukupolvenvaihdoksessa jatkajalle myydään yhtiö, joka sisältää liiketoiminnan. Ennen sukupolvenvaihdosta yrityksen varallisuus voidaan jakaa toiseen yhtiöön, ja toisen yhtiön muodostaa jatkajalle myytävä liiketoiminta. Varallisuusyhtiöt jäävät tällöin liiketoiminnasta luopujalle, yleensä jatkajan vanhemmille, esimerkiksi turvaamaan eläke. (Asianajajaliitto 2013.) Jatkajalle on usein tärkeää, että kauppahinta on mahdollisimman alhainen, jotta yritysostoon on varaa. Pääoman tarve pienenee, kun tase kevenee ja kauppahinta laskee. Yritysjärjestelyjä onkin alettu käyttää yhä enemmän sukupolvenvaihdosten esitoimina. (Immonen 2015, 31.)

Jakautuminen on siis tärkeä yritysjärjestelykeino sekä suurissa että pienissä osakeyhtiöissä. Suuret pörssiyhtiöt tavoittelevat jakautumisella liiketoiminnan fokusointia, ja sen kautta mahdollisesti sijoittajien kiinnostusta. Pienemmissä osakeyhtiöissä jakautuminen on hyvä keino laskea kauppahintaa yrityskauppa- ja sukupolvenvaihdostilanteissa, jos varallisuutta on kertynyt taseeseen paljon.

2.2.3 Jakautumiset mediassa

Arvopaperi-lehti on koonnut talousalan ammattilaisten haastattelut yhteen siitä, ovatko jakautumiset heidän mielestään hyvä vai huono asia. Lähtökohtaisesti ammattilaiset suhtautuvat jakautumiseen myönteisesti. Fokusoitu liiketoiminta lisää kiinnostavuutta sijoittajien silmissä, sillä sijoittajat voivat valita sijoituskohteensa itse. Tällöin myös osakkeen hinnanmuodostus on tehokkaampaa, ja yritys on paremmin analysoitavissa. Jakautuminen vapauttaa monialayhtiön rakenteissa olevia voimavaroja sekä jännitteitä, joita kutsutaan piiloutuneeksi arvoksi. Erään ammattilaisen mielestä positiivisinta jakautumisissa on se, että muuten hitaasti kasvavaan Helsingin Pörssiin saadaan uusia yhtiöitä. Jakautuminen on asiantuntijoiden mukaan erityisesti silloin hyvä asia, kun sijoittajalle ei aiheudu siitä suoria veroseuraamuksia. Artikkelissa tuodaan esille, että jakautuminen on verotehokkaampaa yhtiölle sekä osakkaille kuin divestoinnin tekeminen. (Arvopaperi d 2013.) Divestoinnilla tarkoitetaan investoinnin vastakohtana jonkin toiminnon myymistä ulkopuolisille.

Jakautuminen on saanut osakseen myös kritiikkiä. Negatiiviseksi asiaksi jakautumisessa nähdään pienempien yhtiöiden vähäisempi kiinnostavuus suurille sijoittajille verrattuna suuriin yhtiöihin. Yhtiön tulee myös varoa, ettei markkinoille synny väärää käsitystä siitä, että toinen jakautuvista yhtiöistä menestyy jatkossa ja toinen on vain jäljelle jäävä jämyyhtiö. Jakautuminen on klassinen tapa luoda arvoa, jos yritys onnistuu fokuosoimaan toimintonsa niin, että se kiinnostaa sijoittajia. Riskinä on, että sijoittajat eivät näe jakautumisen synnyttävän lisäarvoa. Lisäksi jakautumisen väitetään olevan yliarvostettua, sillä se aiheuttaa transaktiokustannuksia, kun molemmille yhtiöille rakennetaan kaikki omat toiminnot. (Arvopaperi d 2013.) Jakautuminen tulisikin toteuttaa vasta, kun yhteisiä, kustannuksia säästäviä toimintoja ei enää ole riittävästi.

Mediassa on viime aikoina spekuloitu paljon siitä, että pörssiyhtiöiden jakautumiset luovat lisäarvoa yritykselle. Kauppalehden (2015) mukaan kuuden uuden, jakautuneen pörssiyhtiön arvo oli 1,48 -kertainen verrattuna jakautumishetken markkina-arvoon. Lisäarvosta määräävät osakkeenomistajat, joita yritysjohdon on tällöin syytä yrittää miellyttää. Jo vuonna 2005 Talouselämä uutisoi, että monialaisuus ei enää ole muodissa. Jakautuminen synnyttää läpinäkyviä eli helposti analysoitavia yrityksiä, mikä helpottaa sijoittajien työtä sijoituskohteen arvioinnissa. (Pörssisäätiö b 2013; Talouselämä b 2005.) Läpinäkyvyys on yksi tärkeimmistä sijoittajien vaatimuksista, ja siksi sijoittajien mielestä yhtiön tulisi aina jakautua kasvettuaan riittävästi. Jakautuneet yhtiöt ovat myös hyviä osto- ja valtauskohdeita, sillä erilliseen yhtiöön pääsee helpommin mukaan kuin monialayhtiöön. Erillisen yhtiön osakkaan ei myöskään tarvitse maksaa sellaisesta liiketoiminnasta, mihin hän ei halua sijoittaa. (Talouselämä b 2005.) Monialayhtiöissä sijoittajat eivät voi valita yhtä liiketoimintaa, johon he haluaisivat sijoittaa, vaan sijoitus ohjautuu yrityksen johdon valitsemille toimialoille.

Jakautuneisiin yhtiöihin sijoittaminen voi olla kannattavaa myös siksi, että osakkeita voi saada laskusuhdanteen aikana halvalla. Tämä johtuu siitä, että fokuoituneet yhtiöt ovat suhdanneherkempiä kuin monialayhtiöt. Toisaalta riskit kasvavat, kun suojaa suhdannevaihteluille ei muiden liiketoimintojen kautta ole. Kuitenkin sijoittajat arvostavat yleensä läpinäkyvyyttä enemmän kuin suhdanteiden vakautta. (Talouselämä b 2005; Pörssisäätiö b 2013.) Kun hajauttaminen ei enää synny monialayhtiöön sijoittamisen kautta, on sijoittajalle tärkeää osata hajauttaa sijoituksensa itse.

2.2.4 Jakautumiset Yhdysvalloissa

Yhtiön jakautumisesta käytetään myös nykyään englanninkielistä termiä spin-off. Tällä amerikkalaisperäisellä termillä on alun perin tarkoitettu osittaista jakautumista, jossa alkuperäinen yhtiö jatkaa toimintaansa. (Lauriala 2004, 211.) Kuitenkin suomenkielisissä artikkeleissa spin-offista puhuttaessa tarkoitetaan yleisesti kaikkia jakautumisia. Jakautumisten suosio divestointikeinona vaihtelee paljon maittain lähinnä verotuksellisten ja sääntelyyn liittyvien rajoitusten mukaan. Koska Euroopassa jakautumiset on tehty EU:n direktiivien sääntelemänä verotuksellisesti edullisiksi, Euroopassa jakautumisten määrä on ollut todella suuri. (Veld & Veld-Merkoulova 2009.) Yhdysvalloissa jakautumiset ovat olleet paljon esillä, ja siellä on tehty jonkin verran tutkimusta myös jakautumisen vaikutuksista yrityksen arvon kehitykseen. Yhdysvalloissa jakautumisia on tehty vuosikymmenten ajan, ja yleensä sijoittajat ovat reagoineet positiivisesti jakautumisilmoitukseen. Jakautuminen on mahdollista toteuttaa veroneutraalista, eikä sääntely aiheuta rajoitteita. (Veld & Veld-Merkoulova 2009.) Koska Yhdysvalloissa on jakautumisia toteutettu jo pitkään sekä pörssissä on todella paljon enemmän yrityksiä kuin Suomessa, siellä on ollut mahdollista tehdä aiheesta kvantitatiivista tutkimusta. Yhdysvalloissa pidetään nykyään lähtökohtana sitä, että kun yritys jakautuu, se tavoittelee samalla arvon nousua, jonka sijoittajat viime kädessä päättävät. Kuitenkin sijoittajien on todella vaikeaa arvioida etukäteen jakautumisen vaikutusta yrityksen arvoon erityisesti informaation epäsymmetriasta johtuen. (Feldman, Gilson & Villalonga 2014.)

Amerikkalaistutkijat Reiner ja Torres (2002) ovat tehneet tarkistuslistan erityisesti suurempia yhtiöitä ajatellen siitä, milloin yrityksen tulisi tehdä spin-off. Listalla olevat asiat on jaettu kolmen otsikon alle, jotka ovat strategiset tekijät, operationaaliset ja organisatoriset tekijät sekä rahoitukselliset tekijät. Strategisesti spin-off kannattaa tehdä, jos se vaikuttaisi huomattavasti toiminnan fokusoitumiseen, kun karsittaisiin ydintoimintaan kuulumattomia liiketoimintoja. Strategisina tekijöinä mainitaan myös markkinoiden vapauden kasvu jakautumisen jälkeen sekä synergiaetujen vähyys yritysten välillä. Yhtiön toimintaan ja organisaatioon liittyvistä jakautumisen syistä on mainittu muun muassa avainkyvykkyyksien suurempi houkuttelevuus ja yritysten strategioiden ja yrityskulttuurin parantuminen jakautumisen seurauksena.

Rahoituksellisia syitä jakautua ovat yritysten eri taloudelliset mittarit, erilaiset optimaaliset pääomarakenteet, sijoitetun pääoman kasvu jakautumisen jälkeen sekä laajempi sijoittajapohja.

Amerikkalaiset tutkijat Veld ja Veld-Merkoulova ovat tutkineet jakautumisia erityisesti liittyen yrityksen arvoon. Vuonna 2004 he tutkivat 156:tta jakautumista viidessätoista Euroopan maassa ja niiden arvovaikutuksia jakautuneissa yrityksissä. Jakautumiset on toteutettu vuosina 1987 - 2000. Tutkimustuloksena oli 2,66 %:n positiivinen poikkeama odotusarvosta. Vastaava luku oli 3,57 %:a yrityksille, jotka paransivat teollista fokustaan ja vain 0,76 %:a niille, jotka eivät parantaneet. Tulokset olivat samansuuntaisia Yhdysvalloissa toteutetun aiemman tutkimuksen kanssa. Kuitenkaan yritysten pitkän aikavälin suoritus ei ollut aiempaa parempi, kuten yhdysvaltalaisen jakautumisten tutkimuksissa. Myöskään informaation asymmetrian tai yhtiön hallinnointitavan (corporate governance) ja yrityksen osakekurssin kehityksen välillä ei löydetty yhteyttä.

Vuonna 2009 Veld ja Veld-Merkoulova tekivät tutkimuksen aiempien tutkimusten perusteella siitä, mitkä asiat vaikuttavat yrityksen arvon kasvuun, kun yhtiö on julkaissut jakautumisilmoituksen. Meta-analyysissä on yhdistetty 26 tapauستutkimusta yhdysvaltalaisen yritysten jakautumisilmoituksien vaikutuksista yrityksen arvoon. Tuloksena oli merkittävä positiivisesti odotusarvosta poikkeava 3,02 %:n tuotto. Osaketuotot ovat suuremmat suurissa jakautumisissa ja niissä, joissa verovaikutukset ovat pienet sekä teollinen fokus paranee. He tutkivat myös tässä tutkimuksessa osakekurssin pitkän aikavälin kehitystä. Tutkimuksen mukaan pitkällä aikavälillä osakekurssi ei ole aiempaa korkeampi, vaikka aiemman yhdysvaltalaisen tutkimuksen mukaan niin on.

2.3 Yrityksen arvo

Globalisaatio näkyy myös sijoitustoiminnassa, kun kansainvälisten sijoitusten tekeminen vastaa nykyään suurin piirtein kotimaan sijoitusten kustannuksia. Suomalaisista sijoittajista tulee koko ajan kansainvälisempiä ja yrityksille tulee uusia

haasteita viestinnässä. Sijoittajat vaativat monipuolista ja läpinäkyvää tietoa heidän omien arviointitaitojen kehittyessä ammattitaitoisemmaksi. Yrityksille sijoittajien tuottotavoitteisiin pääseminen on tärkeää, koska sijoittajien on nykyään helppo vaihtaa sijoitustensa kohteita. Sijoittajilla on entistä enemmän taitoa arvioida yritysten kannattavuutta, kasvua ja rahoitusta, jotka muodostavat yrityksen arvonalustan. Suomessa perinteinen tilinpäätösanalyysi on muuttunut osakesijoittajia palvelevaan suuntaan, muun muassa osakkeen arvonnäytteen on lisännyt tilinpäätösanalyysin hyödyntämistä päätöksenteon tukena. Nykyään onkin alettu puhua strategisesta tilinpäätösanalyysistä. (Kallunki 2014, 9 - 10; Laitinen 2002.) Tilinpäätös on sijoittajan tärkein apuväline yrityksen arvon määrittämisessä, vaikka myös muut tiedot ja omat kokemukset sekä näkemykset vaikuttavat arviointiin. Tilinpäätöstä sääntelee Suomessa moni eri laki, esimerkiksi osakeyhtiölaki, kirjanpitolaki ja IFRS - standardit, jotka ovat koskeneet pörssilistattujen yhtiöiden konsernitilinpäätöksiä vuodesta 2004 alkaen. (Alhola & Lauslahti 2005, 133; Kallunki 2014, 19 - 25.)

Yrityksen arvon määrittäminen on nykyään keskeinen liiketaloudellinen kysymys. Yrityksen arvoa tarvitaan yrityksen listautuessa, sijoituspäätöksiä tehtäessä, yrityskaupoissa ja fuusioissa, omien osakkeiden hankinnassa ja tilinpäätöksen sekä verotuksen yhteydessä. Yrityksen arvonnäytteenä tulee ottaa huomioon yrityksen nykyisen tilan lisäksi tulevaisuuden odotukset. Taseessa näkyvä kirjanpidollinen arvo ei siis vastaa yrityksen todellista arvoa, sillä siinä ei ole otettu huomioon tulevaisuutta vaan ainoastaan menneisyys. Taseen erät perustuvat kirjanpidon periaatteisiin eivätkä aina kuvaa erien todellisia arvoja. Tilinpäätöstiedot ovat kuitenkin merkittäviä yrityksen arvon arvioinnissa siksi, että sijoittajat perustavat mielipiteensä yrityksen tulevaisuuden menestyksestä pitkälti tilinpäätöstietoihin. Arvonnäytteenä määritetään yrityksen osakkeen arvo, joka perustuu taloudellisiin tekijöihin, esimerkiksi kannattavuuteen ja kasvuun. Saatua arvoa verrataan osakkeen julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvoon. (Kallunki & Niemelä 2007, 9 - 14; Kallunki 2014, 12 - 14.)

Yrityksen arvoa tarvitaan erityisesti sijoituspäätöksissä, erityisesti pörssiyhtiöiden analysoinnin tarkoitus on useimmiten yhtiön arviointi sijoituskohteena (Kallunki 2014, 141). Yhtä oikeaa ja yksiselitteistä arvoa yritykselle ei ole olemassa, joten pörssiyhtiöiden osakkeisiin sijoittavat sijoittajat vertaavat arvonnäytteenä saatua

osakkeen arvoa pörssinoteerattuun osakkeen markkina-arvoon. Laajamittaisia arvonmääritysmalleja, jotka antavat tunnuslukuja luotettavamman tuloksen osakkeen arvosta, käyttävät yleensä ainoastaan sijoittamisen ammattilaiset. Suurin osa sijoittajista käyttää yksittäisiä, arvostusta kuvaavia tunnuslukuja tehdessään sijoituspäätöksiä. Kannattavuuden, kasvun ja rahoituksen analysoinnin rinnalla todella tärkeää pörssisijoittajille on ymmärtää osakkeen arvostustason tunnusluvut. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2007, 155 - 156; Kallunki 2014, 141.)

Laajamittainen arvonmääritys voidaan tehdä osinko- tai kassavirtaperusteisesti. Nykyään arvonmääritys toteutetaan yleensä kassavirtalaskelmien avulla. Osinkoperusteisessa arvonmäärityksessä yrityksen arvo on tulevien osinkojen diskontattu nykyarvo. Kassavirtaperusteisessa arvonmäärityksessä vastaavasti yrityksen arvo on tulevien kassavirtojen diskontattu nykyarvo. (Martikainen & Martikainen 2006, 141.) Diskonttaamisella tarkoitetaan sitä, että rahan aika-arvo otetaan huomioon. Toisin sanoen, kaukana tulevaisuudessa saatavat tuotot ovat vähempiarvoisia kuin lähempänä nykyhetkeä saatavat tuotot. (Kallunki ym. 2007, 148.) Lisäksi arvonmääritys voidaan toteuttaa lisäarvomallin mukaan, jolloin lasketaan, kuinka paljon enemmän yritys pystyy tuottamaan voittoa kuin sijoittajat vaativat (Kallunki ym. 2007, 153).

2.3.1 Markkina-arvo

Yrityksellä on paljon erilaisia tavoitteita, mutta rahoitusteorian perusajatuksen mukaan yrityksen kaikkien sidosryhmien ensisijainen tavoite tulisi olla markkina-arvon maksimointi. Osakeyhtiössä markkina-arvon maksimointi tarkoittaa sitä, että yrityksen johdon tulee pyrkiä kasvattamaan osakkeenomistajien varallisuutta eli maksimoimaan yrityksen osakkeen arvoa. Tämä johtuu siitä, että osakkeenomistajien ensisijainen tavoite on hankkia sijoituksilleen vastinetta. Jos yritys ja sen johto eivät pyri samaan, pitkällä aikavälillä yritys ei saa omaa pääomaa sijoittajilta investointeja varten. (Martikainen & Martikainen 2006, 12; Kallunki & Niemelä 2007, 39 - 40; Niskanen & Niskanen 2000, 13.) Markkina-arvon maksimointiin tähtäävän yrityksen johdon tulee myös teorian mukaan toteuttaa kaikki sellaiset investoinnit, joiden nettonykyarvo on

positiivinen eli joiden nettotuotot diskontattuna nykyhetkeen lisäävät yrityksen arvoa (Niskanen & Niskanen 2000, 13).

1980-luvulta alkaen yrityksissä onkin alettu korostaa yrityksen markkina-arvon kasvattamista, mikä on alkanut näkyä talouden ohjauksessa. Pellisen (2005, 21) mukaan on nähtävissä markkina-arvon kasvattamiseen liittyviä muotiteemoja. Ensinnäkin strategia määritetään ja toteutetaan niin, että markkina-arvoa on mahdollista kasvattaa. Yrityksen yksiköt, tuotteet ja asiakkaat käyttävät markkina-arvoa tukevia tietojärjestelmiä. Liikkeenjohtotyö sekä mittaus- ja palkitsemisjärjestelmät suunnitellaan markkina-arvoa kasvattaviksi. Lisäksi talousjohtamiseen kuuluu kiinteästi liiketoimintayksiköiden suoriutumisen arviointia taloudellisten lukujen ja tulevaisuuden näkymien perusteella. Jos liiketoiminta liittyy tiukasti yrityksen ydintoimintaan ja jos sillä on hyvät kasvunäkymät, liiketoimintakokonaisuus on arvokas yritykselle. Kun heikoista liiketoimintayksiköistä luovutaan, saadaan vapautettua voimavaroja parempien liiketoiminta-alueiden kehittämiseen ja ostamiseen. (Pellinen 2005, 84.)

Knüpferin ja Puttosen (2014, 75) mukaan sijoittajan tärkein väline sijoituspäätöksen kannattavuuden arvioinnille on yrityksen arvon määrittäminen, minkä lähtökohtana on osakkeen arvon tunteminen. Koska yrityksellä ei ole pakottavaa velvollisuutta maksaa tuottoa oman pääoman rahoituksesta, osakkeen arvonmäärittäminen on epävarmaa, sillä etukäteen ei tunneta tuottovaatimuksia eikä sijoittajille tulevia kassavirtoja. Osakkeen arvolla tarkoitetaan lähtökohtaisesti oman pääoman kirja-arvoa eli substanssiarvoa, joka saadaan suoraan tilinpäätöksestä. Kirja-arvo perustuu lähinnä menneisyyteen ja koostuu pääosin sijoitetuista varoista ja kertyneistä voitoista. (Knüpfer & Puttonen 2014, 93 - 94.)

Pörssilistatuilla yhtiöillä on kuitenkin kirja-arvon lisäksi markkina-arvo, joka vaihtelee osakkeen kysynnän ja tarjonnan mukaan. Markkinahinta on sijoittajan kannalta relevantti, sillä se kuvaa yrityksen ja sijoituksen todellista arvoa, sekä ottaa tulevaisuuden odotukset huomioon. Pörssikurssit vaihtelevat jatkuvasti markkinamielialojen ja yleisen korkotason mukaan. Teoriassa pörssikurssi heijastelee kaikkea sitä tietoa, mitä yrityksestä on saatavilla. Informaatio on teorian mukaan yhtä aikaa kaikkien saatavilla, ja kaikki reagoivat uutisiin rationaalisesti samalla tavalla.

Tällöin kukaan ei pysty tekemään muita suurempia voittoja. Käytännössä markkinat eivät toimi tehokkaasti ja informaatio on epäsymmetristä. (Knüpfer & Puttonen 2014, 93 - 94; Martikainen & Martikainen 2006, 48; Saario 2007.) Markkina-arvo saadaan laskettua, kun kerrotaan osakkeen arvo osakkeiden lukumäärällä. Tällöin osakkeen arvon muutos vaikuttaa markkina-arvoon. (Saario 2007, 108.)

Pörssinoteeratuille yhtiöille muodostuu oman pääoman markkina-arvo, kun yritys listautuu pörssiin. Teoriassa oman ja vieraan pääoman yhteenlaskettua markkina-arvoa voidaan pitää yrityksen todellisena arvona. Omaisuuden markkina-arvo kertoo hinnan, jonka osakkeenomistajat olisivat valmiita maksamaan yhtiöstä. (Paavola, Torppa & Lumijärvi 1997; Niskanen & Niskanen 2000; Hidén 2002.) Koska täydelliset markkinat on teoreettinen markkinaympäristö, markkina-arvo ei heijastele todellista yrityksen arvoa. Oikeat tiedot ja riittävä vaihdanta parantavat markkina-arvon oikeellisuutta. (Hidén 2002, 2.) Niskasen ja Niskasen (2000) mukaan markkinoiden epätäydellisyydet, kuten verotus, konkurssikustannukset sekä epäsymmetrinen informaatio, vaikuttavat yrityksen markkina-arvoon. Yritys pystyy myös pääomarakennettaan vaihtelemalla vaikuttamaan markkina-arvonsa suuruuteen. Vieraan pääoman määrää kasvattamalla yritys voi vivuttaa oman pääoman tuottoa suuremmaksi, jolloin yrityksen arvo kasvaa. Kyse on niin sanotusta oman pääoman vipuvaikutuksesta. (Kallunki & Niemelä 2007, 45.)

Laurialan (2004) mukaan markkina-arvo on yhtiön menestyksen mittari. Hyvässä taloustilanteessa olevan yrityksen markkina-arvo on yleensä korkeampi kuin taseen kirja-arvo (Niskanen & Niskanen 2000). Vaikka markkina-arvo ei vastaa täysin yrityksen todellista arvoa, se ottaa pitkällä aikavälillä huomioon yrityksen taloudellisen kannattavuuden ja kasvumahdollisuudet. Usein markkina-arvon kehitystä pidetään yhtenä tärkeimmistä keinoista tulkita yrityksen menestystä, vaikka lyhyellä aikavälillä markkina-arvo voi muodostua osakemarkkinoilla sattumanvaraisesti. Kuitenkin pitkällä aikajänteellä markkina-arvon kehitys syntyy kannattavasta liiketoiminnasta. (Kallunki & Niemelä 2007, 42.)

Lyhyellä aikavälillä myönteiset uutiset lisäävät kysyntää todella nopeasti, jolloin kurssi nousee, kun taas kielteiset uutiset yhtiöstä saavat omistajat luopumaan osakkeista

alhaiseen hintaan, jolloin kurssi laskee. Tällaisia kurssiin vaikuttavia uutisia voivat olla muun muassa yllättävät tulosuutiset, tulosvaroitukset sekä muutokset yhtiön johdossa tai rakenteessa. Käytännössä pörssikurssit ylireagoivat uutisiin, sillä useat sijoittajat eivät reagoi uutiseen vaan jo alkaneeseen kurssimuutokseen muiden perässä. Pitkällä aikavälillä kurssi kertoo paremmin yrityksen kehityksestä. Kurssi muodostuu tällöin yrityksen menestyksen ja yhteiskunnan taloudellisen tilanteen perusteella. Sijoittajat arvioivat pitkällä aikavälillä esimerkiksi yrityksen johtoa, tiedon välittämistä, velkaantumista, markkina-asemaa ja nopeutta markkinoilla. (Saario 2007.) Pörssikurssin vaihteluiden vuoksi myös markkina-arvo on koko ajan muuttuva, ja se noteerataan päivittäin listayhtiöille päivän pörssikurssin mukaan. Pitkällä aikavälillä markkina-arvon tarkastelu on mielekkäämpää, koska lyhyen aikavälin heilahtelut eivät kerro totuutta yrityksen arvon muodostumisesta.

2.3.2 Keskeiset tunnusluvut sijoittajille

Markkina-arvon maksimoinnin ohella muita yrityksen tavoitteita, jotka kertovat yrityksen menestyksestä, voivat olla voiton, varallisuuden ja liikevaihdon maksimointi (Kallunki & Niemelä 2007, 39 - 40). Näiden tavoitteiden perusteella voidaan arvioida yrityksen menestystä erilaisilla tunnusluvuilla. Tässä kappaleessa esitetään tämän tutkimuksen kannalta oleellisimpia tunnuslukuja sekä niiden tunnuslukujen laskukaavat, joita käytetään empiirisessä osiossa. Kaavat ovat karkeita esimerkkejä siitä, kuinka ne esimerkiksi voidaan yrityksissä laskea, mutta todellisuudessa laskentatapoja on monia.

Perinteinen tunnuslukuanalyysi jaetaan kannattavuuden, vakavaraisuuden sekä maksuvalmiuden tunnuslukuihin. (Alhola & Lauslahti 2005, 155; Martikainen & Martikainen 2006, 128; Laitinen 2002, 29 - 33.) Sijoittajat turvautuvatkin usein yksittäisten tunnuslukujen tutkimiseen varsinaisten arvonmääritysmallien sijaan, sillä niiden laskeminen ja analysointi on huomattavasti yksinkertaisempaa (Kallunki ym. 2007, 154). Tunnusluvun antama tulos on kuitenkin vain suuntaa-antava yksittäinen luku, jonka käyttöön yksistään liittyy usein monia ongelmia, eivätkä kaikki tunnusluvut sovi kaikkiin tilanteisiin (Alhola & Lauslahti 2005, 154; Kallunki ym. 2007, 154). Siksi tunnuslukujen perusteella yritystä arvioitaessa kannattaa perehtyä mahdollisimman

useisiin ja erilaisiin lukuihin. Yritystutkimusneuvottelukunta (YTN) on määrittänyt osalle tunnuslukuista viitearvot, jotka otetaan tunnuslukujen analyysissä huomioon.

Kannattavuuden tunnuslukujen tarkoituksena on mitata yrityksen tuloksentuottamiskykyä pitkällä aikavälillä. Oleellista kannattavuuden tunnusluvuissa on positiivinen tulos, sillä edellytyksenä yritystoiminnan jatkuvuudelle on kannattavuus. Liikevoittoprosentti (kaava 1) on tunnusluku, joka kuvaa kuinka monta prosenttia jää liikevaihdosta voitoksi, kun siitä on vähennetty operatiiviset kulut. Jos luku on 10 % tai enemmän, sitä voidaan yleensä pitää tyydyttävänä.

$$(1) \quad \text{Liikevoitto} - \% = \text{Liiketulos} / \text{Liikevaihto} \times 100$$

Erilaiset pääoman tuottoasteet kertovat, kuinka paljon liikevaihto on tuottanut voittoa tai tappiota. Nettotulos voidaan suhteuttaa esimerkiksi omaan pääomaan (kaava 2), jolloin kyse on oman pääoman tuottoasteesta (Return on Equity = ROE). Sijoitetun pääoman tuottoaste on ehkä suosituin kannattavuuden tunnusluku, ja se voidaan laskea eri variaatioilla (kaavat 3 ja 4). Tässä tutkimuksessa ne on nimetty sijoitetun pääoman tuottoasteeksi (Return on Investment = ROI) ja sitoutuneen pääoman tuottoasteeksi (Return on Capital Employed = ROCE) Yritykset voivat myös olla kiinnostuneita käyttöpääoman tuottoasteesta (Working Capital), joka mittaa yrityksen juoksevaan toimintaan sitoutuvaa pääomaa ja kertoo yrityksen tehokkuudesta (kaava 5). Käyttöpääoman negatiivisuus tarkoittaa, ettei juoksevaan toimintaan sitoudu varoja. Yleensä on sitä parempi, mitä vähemmän käyttöpääomaa yrityksellä on. YTN ei ole määrittänyt pääoman tuotoille ohjearvoja, mutta yleisesti hyvänä voidaan pitää yli 15 %:n sijoitetun pääoman tuottoa. (Alhola & Lauslahti 2005, 171; Balance Consulting; Kinnunen, Laitinen, Laitinen & Leppiniemi 2009, 55 - 59.) Lisäksi Saarion (2007, 116) nyrkkisäännön mukaan oman pääoman tuottoprosentin tulisi ylittää 10 - 12 %, jotta yhtiön omistusrarvo kasvaisi.

$$(2) \quad \text{ROE} = \text{Nettotulos} / \text{OPO keskimäärin} \times 100$$

$$(3) \quad \text{ROI} = (\text{Nettotulos} + \text{Rahoituskulut} + \text{Verot}) / \text{SPO} \times 100$$

$$(4) \quad \text{ROCE} = (\text{Nettotulos} + \text{Korko- ja rahoituskulut}) / \text{SPO} \times 100$$

$$(5) \quad \text{Working Capital} = \text{Käyttöpääoma} / \text{Liikevaihto} \times 100$$

Vakavaraisuuden tunnusluvut mittaavat yrityksen pääomarakennetta eli yleensä oman pääoman ja vieraan pääoman suhdetta koko pääomaan. Omavaraisuusaste (OVA) ilmaisee, kuinka monta prosenttia yrityksen pääomasta on sen omaa (kaava 6). YTN:n mukaan tyydyttävänä lukuna voidaan pitää 20–40 % ja erinomaisena 40–80 %. Päinvastaisesti vieraan pääoman määrää koko pääomasta mittaa velkaantumisaste (VA) (kaava 7). Kuitenkin usein lasketaan nettovelkaantumisaste (NVA) eli net gearing, joka ilmoittaa velkojen määrän verrattuna omaan pääomaan (kaava 8). Lukujen negatiivisuus tarkoittaa erinomaista vakavaraisuutta kyseisellä velkaantumisasteella mitattuna, koska tällöin kaikki velat pystyttäisiin maksamaan heti. Hyvänä velkaantumisasteena voidaan pitää prosenttilukua 10 - 60, tyydyttävänä 60 - 120, välttävänä 120 - 200 ja yli 200 heikkona. (Alhola & Lauslahti 2005, 160 - 161; Balance Consulting; Knüpfer & Puttonen 2014, 237 - 238.)

$$(6) \quad OVA = OPO / \text{Taseen loppusumma} \times 100$$

$$(7) \quad VA = \text{Korolliset velat} / SPO \times 100$$

$$(8) \quad NVA = \text{Korolliset nettovelat} / OPO \times 100$$

Maksuvalmiuden tunnusluvut mittaavat, kuinka hyvin yritys pystyy selviytymään jokapäiväisistä, juoksevista maksuvelvoitteistaan. Mitä enemmän yrityksellä on likvidiä omaisuutta eli rahaa tai nopeasti rahaksi muutettavia varoja suhteessa lyhytaikaiseen velkaan, sitä paremmin se tästä vaatimuksesta selviytyy. Tätä mittaavat esimerkiksi quick ratio -tunnusluku, jossa rahoitusomaisuus suhteutetaan lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan, ja current ratio -tunnusluku, jossa rahoitus- ja vaihto-omaisuus suhteutetaan lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan. Quick ration tyydyttävä ohjearvo YTN:n mukaan on 0,5–1,00 ja current ration 1,00–2,00, ja näistä suuremmat luvut ovat ohjearvon mukaan hyviä. (Alhola & Laitinen 2005, 156 - 158; Kinnunen ym. 2009, 67 - 68.)

Pörssisijoittajille on ensisijaisen tärkeää ennustaa tulevia tilinpäätöstapahtumia. Tuleva kehitys määrää osakkeen arvonkehityksen sekä osingon, jotka ovat sijoittajan ainoat keinot saada voittoa sijoituksesta. Osakekohtainen tulos (Equity per Share = EPS), oma pääoma (Book per Share = BPS) ja osinko (Divident per Share = DPS) ovat yleisimmin käytettyjä ja tärkeitä tunnuslukuja sijoittajalle (kaavat 9,10 ja 11). Tulos, oma pääoma ja

osingot siis suhteutetaan kaikkien osakkeiden lukumäärään. (Balance Consulting; Kallunki 2014, 142 - 157; Kallunki ym. 2007, 154.)

- (9) $EPS = \text{Nettotulos} / \text{Osakkeiden lukumäärä}$
- (10) $BPS = OPO / \text{Osakkeiden lukumäärä}$
- (11) $DPS = \text{Tilikauden osingot} / \text{Osakkeiden lukumäärä}$

Hintakertoimissa eli Price per Earnings (P/E) ja Price to Book (P/B) -luvuissa on kyse osakkeen markkinahinnan suhteuttamisesta taloudellisiin fundamentteihin, joita ovat esimerkiksi nettotulos, kassavirta tai liikevaihto. (Kallunki 2014, 142 - 157; Kallunki ym. 2007, 154.) P/E-luku kertoo, kuinka monessa vuodessa yritys kykenee keräämään osakkeen hinnan, jos tulos pysyy samana (kaava 12). Matala P/E-luku kertoo alhaisesta pörssikurssista suhteessa tulokseen, mikä voi johtua heikon tulosodotuksen lisäksi korkeasta korkotasosta. Korkea P/E-luku kertoo korkeammista tulosodotuksista tulevaisuudessa. Yleensä kasvuhakuisimmat yritykset saavat korkeita arvoja, sillä sijoittajat ovat valmiita maksamaan kasvuodotuksista. Tuloksen ollessa heikko P/E-luku nousee kasvuodotuksista huolimatta. Negatiivista P/E-lukua ei yleensä esitetä tulkintasyiden takia. (Balance Consulting; Saario 2007, 108 - 110.) P/B-luvussa osakkeen hinta jaetaan osakekohtaisella oman pääoman tasearvolla. Luku kertoo, kuinka moninkertainen oman pääoman markkina-arvo on suhteessa kirja-arvoon. (Balance Consulting; ; Kallunki 2014, 158 - 172; Kallunki ym. 2007, 161.)

- (12) $P/E = \text{Osakekurssi} / EPS$

2.4 Yrityksen riskienhallinta

Yritystoiminnassa on aina kyse riskin otosta. Riskiä voi ja kannattaa hallita siihen soveltuvin keinoin. Yrityksen riskienhallinnan kulmakivenä on yritystoiminnan ja sen tuloksen turvaaminen ja etenkin yritykseen sijoittaneiden sijoitusten arvon säilyttäminen. Se voi myös nykyään olla yrityksen menestystekijä. Riskienhallinta on kuitenkin vaikea aihe, sillä jokaisella on henkilökohtainen suhtautumistapa riskiin. Tämän johdosta yrityksen riskienhallinta on tiiviisti yhteydessä yrityksen johtamiseen.

Riskienhallintaan sisältyy myös viestintä sekä ulkoisille että sisäisille sidosryhmille yhtiön toiminnasta. (Juvonen ym. 2014, 7; Kuusela & Ollikainen 2005, 155; Ilmonen, Kallio, Koskinen & Rajamäki 2013, 5.) Riskienhallinnan viestintänäkökulma on tärkeässä asemassa tässä tutkimuksessa empirian sisältäessä tutkimusta riskienhallinnan viestimisestä vuosikertomuksissa.

Käsitteenä riski on laaja ja puhekielessä sillä voidaan tarkoittaa yleensä mitä tahansa uhkaa, vaaraa tai epävarmuutta, joka liittyy onnettomuuden mahdollisuuteen. Yritysmailmassa riski koostuu erilaisista ulkoisista ja sisäisistä tekijöistä. Riskitekijöitä ovat esimerkiksi riskipolitiikka, sääntely, liiketoimintaprosessit ja henkilöstö. (Kuusela & Ollikainen 2005, 16, 134.) Riski voidaan nähdä joko kaksipuolisena käsitteenä, jossa ovat vastapuolina negatiivinen ja positiivinen tapahtuma, tai yksipuolisena käsitteenä, jossa mittaa ainoastaan negatiivisen tapahtuman synnyttämää tappiota. Ilmosen ym. (2013, 15) mukaan riskienhallinnassa on kyse negatiivisten tapahtumien, eli riskien, ja positiivisten tapahtumien, eli liiketoimintamahdollisuuksien, tunnistaminen, ja niihin voidaan käyttää samoja menetelmiä. Yleensä riski mielletään yksipuolisen määritelmän mukaisena. Riski on myös melko vaikeasti määriteltävissä, sillä eri osapuolet tarvitsevat tietoa erityyppisistä riskeistä. Yleisesti käytössä oleva määritelmä riskin laskennalliselle kaavalle on riskin todennäköisyys eli sattumistiheys kerrottuna riskin vakavuudella eli toteutumisesta aiheutuvalla menetyksellä (Juvonen ym. 2014, 9 - 10).

Riskienhallinnalla tarkoitetaan yleensä yrityksen liiketoiminnasta syntyvien olennaisten riskien tunnistamista, arviointia, rajoittamista ja valvontaa. Yrityksen johto määrittää riskienhallintastrategian, joka sisältää riskienhallinnan tavoitteet ja luo puitteet yksityiskohtaiselle suunnittelulle. Strategia muotoutuu yksilölliseksi riskinkantokyvyn, riskinottohalun, taloudellisen lisäarvon tuottamiseen liittyvien odotusten ja strategian toteuttamisen kustannusten suhteesta saatavaan hyötyyn verrattuna. (Blummé 2005, 79 - 80.) Riskienhallintamenetelmiä ovat muun muassa riskin välttäminen, jakaminen, pienentäminen sekä riskin siirtäminen tai omalla vastuulla pitäminen.

Riskinkantokyky on riskienhallinnassa keskeinen käsite. Se määritellään tavallisesti vastaukseksi kysymykseen, kuinka paljon yritys kestää taloudellista menetystä vuodessa. Tätä määrää voidaan mitata suurimpana mahdollisena negatiivisena tuloksena

tai muulla liiketoiminnan mittarilla. Riskinkantokyky riippuu monista yrityskohtaisista seikoista, eikä sille olemassa mitään tiettyä laskentakaavaa. Myös riskinottohalu on riskienhallintaa ohjaileva käsite. Se tarkoittaa määrää, kuinka paljon yritys, ja erityisesti omistajat, haluavat ottaa riskiä ja voivat hyväksyä menetystä vuodessa. Riskinoton määrä on yleensä yritysjohdon strateginen päätös, johon vaikuttavat monet asiat, vaikka lähtökohtana täytyy olla suuremmat tulomahdollisuudet kuin arvioidut riskit. (Ilmonen ym. 2013, 11 - 12.)

2.4.1 Sisäiset ja ulkoiset vaatimukset

Yrityksen riskienhallinta kohtaa yrityksen ulkopuolisia vaatimuksia sekä myös yrityksen strategiaan ja visioon liittyviä sisäisiä vaatimuksia. Ulkoiset vaatimukset ovat esimerkiksi lainsäädännön, riskienhallintastandardien ja toimialan yleisten suositusten asettamia vaatimuksia. Myös yrityksen asiakkaat voivat asettaa ulkoisia vaatimuksia. Toimialakohtaisten lakien, säädösten ja suositusten tunteminen onkin keskeisessä asemassa ulkoisten vaatimusten arvioinnissa. (Blummé 2005, 78; Ilmonen ym. 2013, 18.)

Yrityksen johtamis- ja hallintotapaa säänteleviä lakeja ja direktiivejä ovat muun muassa tilinpäätösdirektiivi, OYL, kirjanpitolaki ja tilintarkastuslaki. Euroopassa finanssitoimialaa sääntelee Finanssivalvonta Basel -komitean ohjeiden perusteella. Työnantajiin kohdistuu myös useita laki- ja viranomaisperusteisia vaatimuksia esimerkiksi työturvallisuuteen liittyen. Nykyään on yhä tavallisempaa, että alihankkijoihin kohdistuu vaatimuksia erityisesti toiminnan jatkumiseen liittyen. Asiakasvaatimukset ovat yleisiä ja merkittäviä standardeihin perustuvassa yritysten välisessä B-2-B -liiketoiminnassa. Kuluttajaliiketoiminnassa on yleistä, että kuluttajien oma riskinottohalu on matala sekä yrityksen riskienhallinnan oletetaan olevan kunnossa. (Ilmonen ym. 2013, 20 - 26.)

Sisäisten vaatimusten perustan muodostavat yrityksen omat visiot, arvot ja strategiat. Operatiivisia sisäisiä vaatimuksia ovat pääasiassa yrityksen johdon määrittämät toimintaohjeet, kuten jatkuvuussuunnitteluohje ja kriisienhallintaohje. Lopullinen

vastuu sisäisestä riskienhallinnasta on yhtiön hallituksella ja toimitusjohtajalla, vaikka yrityksen omistajien riskinottohalukkuus määrittää pitkälle yhtiön sisäisiä vaatimuksia. (Ilmonen ym. 2013, 19 - 20.)

2.4.2 Tavoitteet ja riskiluokat

Aiemmin riskienhallinnalla tarkoitettiin kapeakatseisesti yrityksen operatiivista riskien arviointia ja historiatietoihin pohjautuvaa informaatiota. Maailmanlaajuisten taloudellisten kriisien jälkeen yritysten sidosryhmät ovat alkaneet vaatia uudenlaista, aiempaa laajempaa sekä vertailukelpoisempaa tietoa yritysten riskeistä. (KPMG 2005, 29.) Vuoden 2007 finanssikriisin jälkeen on alettu puhua kokonaisvaltaisesta riskienhallinnasta eli ERM:stä (Enterprise Risk Management). Sillä tarkoitetaan aiempaa laajempaa näkemystä ja kaikkien mahdollisten riskiluokkien huomioimista. Kokonaisvaltaisessa riskienhallinnassa kytketään riskienhallinta yrityksen strategiaan, toiminnallisiin ja taloudellisiin tavoitteisiin ja näkökulma muuttuu yksittäisistä riskeistä koko yrityksen tasolle. (Blummé 2005, 83 - 84.)

Kokonaisvaltaisessa riskienhallinnassa yritys voi saada kilpailuetua siitä, kun se löytää sille sopivan riskienhallinnan optimitason. Optimitasoon vaikuttavat riskienhallintaan käytetyt resurssit, kustannukset ja pääoma verrattuna tavoiteltuun hyötyyn. Riskienhallinnassa ei siis pyritä varautumaan kaikkiin tunnistettuihin riskeihin. Riskienhallinta tulee implementoida osaksi johtamisprosessia, jotta yritys voi keskittyä strategian toteuttamiseen. (Ilmonen ym. 2013, 16.) ERM:ssä erityisesti yrityksen strategiaa ja arvoja korostetaan tehokkaan riskienhallinnan lähtökohtana. Ulkoisten vaatimusten puitteissa riskienhallintakeinot määritetään riskienhallintapolitiikassa, pariaatteissa ja toimintaohjeissa. Riskit myös luokitellaan tarkoituksenmukaisella tavalla yrityksen sisäiset vaatimukset huomioiden. Kokonaisvaltaisessa riskienhallinnassa huomioidaan tapahtuneiden vahinkojen lisäksi osittain ja melkein toteutuneet riskit ja pyritään oppimaan niistä. Riskienhallinnan raporttien mahdollisimman laaja hyödyntäminen pelkän mekaanisen suorittamisen sijaan on myös siinä tärkeää. (Ilmonen ym. 2013, 42.)

Riskienhallinnan tavoitteet ovat olleet jatkuvassa muutoksessa myös riskienhallinnan teorioiden ja käytäntöjen kehittymisen seurauksena. Toisaalta lisääntynyt pakollinen riskienhallinta on aiheuttanut muutoksia tavoitteissa. (Kuusela & Ollikainen 2005.) Kallonen (2014) tutki Pro gradu -tutkielmassaan suomalaisten pörssiyritysten riskitiedonannon määrän ja kattavuuden muutoksia vuosina 2007 - 2012. Tuloksena oli, että sääntelyllä voidaan vaikuttaa yritysten riskitiedonannon määrään kohtalaisen pysyvästi. Kattavuus parantui vuosikertomuksissa jonkin verran, muttei kuitenkaan pysyvästi. Toiminnan luotettavuutta korostavilla toimialoilla riskienhallinnasta on tullut kilpailutekijä. Tehokas riskienhallinta alentaa myös vakuutusmaksuja, mutta se ei ole enää nykyään päätavoitteena. Epävarmuuksien hallinta ja pääomien käytön tehostaminen ovat tärkeimmässä asemassa. Yhtenä tavoitteena tulisi olla riskienhallinnan jalkauttaminen yrityksen päivittäiseen toimintaan. Riskienhallinnasta on tarkoitus tulla osa yrityskulttuuria ja jokaisen työntekijän työtehtäviä. (Ilmonen ym. 2013, 34 - 37.)

Usein yrityksen riskit luokitellaan riskilajeihin, jotta riskit voidaan asettaa yhteismitallisiksi. Luokittelulla voidaan myös varmistaa, että yrityksen kaikki riskit on varmasti otettu huomioon. Riskit voidaan jakaa esimerkiksi strategisiin, operatiivisiin ja taloudellisiin riskeihin sekä vahinkoriskeihin. Strategiset riskit, joita usein kutsutaan liiketoimintariskeiksi, liittyvät organisaation pitkän aikavälin tavoitteisiin. Strategiset riskit liittyvät yritystoiminnan kehitykseen ja toimintaympäristön muutoksiin. Niitä voivat olla ulkoisina riskeinä esimerkiksi alalla tapahtuvat muutokset, suhdanteiden vaihtelut tai asiakkaiden tarpeiden muutokset ja sisäisinä riskeinä, esimerkiksi kehityshankkeiden epäonnistuminen tai tuotevalikoiman vastaamattomuus strategiaan. (Ilmonen ym. 2013, 64 - 69; Juvonen ym. 2014.)

Operatiiviset riskit ovat puolestaan yrityksen päivittäiseen toimintaan liittyvien vahinkojen tai maineen riskejä. Merkittävimpiä operatiivisia riskejä ovat keskeytysriskit, mitkä johtuvat minkä tahansa tarvittavan resurssin puutteesta. Myös erilaiset informaatioteknologian ja tietoturvallisuuden riskit kuuluvat tähän luokkaan. Taloudelliset riskit eli rahoitusriskit ovat nimensä mukaisesti yrityksen taloudellista asemaa uhkaavia rahaprosessiin liittyviä riskejä. Niitä ovat esimerkiksi velallisten maksuvaikeudet tai ennakoimattomat valuutta- ja veroriskit. Vahinkoriskit ovat usein

helpoimmin ymmärrettäviä ja yksityisille henkilöille tuttuja. Niitä ovat esimerkiksi työkykyyn, työtapaturmiin ja ympäristöön liittyvät riskit. (Ilmonen ym. 2013, 64 - 69; Juvonen ym. 2014; Kuusela & Ollikainen 2005, 137.) Yhteiskunnan muuttumisen ja teknisen kehityksen myötä on myös riskilajien tärkeysjärjestys muuttunut. Esimerkiksi ympäristö- ja tietoriskienhallinnan merkitys on korostunut entistä enemmän. (Juvonen ym. 2014, 29.)

2.4.3 Riskiraportointi

Yrityksen johdon taloudellinen raportointi on tärkeää sijoittajille ja muille sidosryhmille, jotta he saavat tietää yrityksen suoriutumisesta ja hallinnosta. Tiedonanto on olennaista myös tehokkaasti toimivien pääomamarkkinoiden kannalta. (Healey & Palepu 2001, 405 - 440.) Taloudellisen raportoinnin ensisijainen tarkoitus on antaa yrityksen sijoittajille tietoja, joiden perusteella he arvioivat, haluavatko sijoittaa yritykseen vai eivät. Osakkeenomistajat vaativat nykyään uudenlaista ja corporate governance -suosituksia noudattavaa tietoa, joka on mahdollisimman ajankohtaista, luotettavaa, vertailukelpoista ja totuudenmukaista. Corporate governancella eli suomeksi hyvällä johtamis- ja hallintojärjestelmällä tarkoitetaan yritysten hallintoelinten vastuulla olevia ulkoisiin ja sisäisiin valvontamenetelmiin liittyviä valintoja. Se siis sisältää riskienhallinnan osana hyvää hallintotapaa. Säännöstöä corporate governancesta sisältyy lakeihin, kuten osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinalakiin, säännöstöihin, esimerkiksi Helsingin Pörssin sääntöihin, ja kansallisiin suosituksiin. (Blummé 2005, 15 - 16, 29.) Listayhtiöiden corporate governance -suosituksilla pyritään myös entistä yhtenäisempään raportointikäytäntöön (Kuusela & Ollikainen 2005, 139).

Yrityksen riskitiedonannolla tarkoitetaan kaikkea informaatiota, jonka yritys tuo esiin vuosikertomuksissaan koskien riskejään (Miihkinen 2012, 442). Kuuselan ja Ollikaisen (2005, 139) mukaan suomalaiset suuryritykset pääasiallisesti rajoittavat riskitiedottamisen vuosikertomuksiinsa. Tällainen narratiivinen tiedonanto vuosikertomuksissa on tärkeää, sillä se on käyttökelpoista informaation käyttäjille (Miihkinen 2010, 438). Finanssikriisi vuonna 2007 aiheutti monelle yritykselle epävarmuutta toiminnan jatkuvuudesta. Nyt ainoastaan tehokas riskienhallinta ei riitä,

vaan yrityksen täytyy pystyä vakuutta tiedottamalla yrityksen sidosryhmät siitä, että riskit ja epävarmuudet ovat hallinnassa. (Beretta & Bozzolan 2008, 334.)

Riskiraportteja luodaan eri sisältöisinä ja laajuisina käyttäjäryhmien mukaan. Kuukausittaiseen sisäiseen raportointiin voi riittää pelkistetyt numeeriset raportit, kun taas pörssiyhtiöiden vuosikertomusten suurimpien riskien raportointi on säänneltyä raportointia. Yrityksen johdon raportointi on taas yksityiskohtaisempaa kuin hallitukselle esitettävä raportointi. Isoissa yrityksissä on hyvä tehdä yhteenvetoja riskiraporttien perusteella tulosityksikkötasolla esimerkiksi viikoittain, jotta voidaan oppia ja kehittyä niiden avulla. Riskienhallinnan raportointi liittyy aina yrityksen johtamiseen, mutta aina riskienhallintaraportit eivät pääse käsiteltävien asioiden listalle. Kuitenkaan itse raporteista ei ole hyötyä ilman niiden hyödyntämistä yrityksen arjessa. (Ilmonen ym. 2013, 176 - 177.)

Kuten riskien vaatimukset niin myös riskiraportointi voidaan jakaa sisäiseen ja ulkoiseen raportointiin. Ulkoiseen raportointiin kuuluu julkinen ja sidosryhmille suunnattu raportointi. Kokonaisvaltaiseen riskienhallintaan kuuluu suurimpien riskien tiedottaminen omistajille. Ulkoiset raportit yleensä muodostetaan hyödyntäen sisäisiä riskienhallintaraportteja. Yrityksen sisäiseen riskienhallinnan raportointiin kuuluu yleensä luottamuksellista tietoa, minkä ei ole tarkoitus kantautua välttämättä edes koko yritykseen. Sisäiseen riskienhallintaraportointiin kuuluvat operatiivinen raportointi sisältäen läheltä piti -tilanteet sekä laajempi strategisiin riskeihin ja finanssikriiseihin keskittyvä raportointi. Jälkimmäisten merkitys on yleensä kaikkein suurin yrityksen kannalta, ja siksi raportointi painottuu kyseisiin riskeihin vaikka kokonaiskuvan antaminen onkin raportoinnin kulmakivenä. Riskiraportit ohjaavat johtamista ja auttavat johtoa tekemään päätöksiä strategiseen ja operatiiviseen riskienhallintaan sekä resursseihin liittyen. Pörssiyhtiöillä riskiraportoinnin tavoitteena on tietoisuuden ja läpinäkyvyyden lisääminen kaikkien riskityyppien osalta. (Ilmonen ym. 2013, 178 - 183; Kuusela & Ollikainen 2005, 140 - 142.)

3 JAKAUTUMISET PÖRSSIYHTIÖISSÄ

Kolmas kappale edustaa tutkimuksen empiirisen osion aineiston kuvausta ja keruuta. Tutkimusten mukaan suomalaisille sekä kansainvälisille sijoittajille tärkeimmät informaatiolähteet yrityksen arvioinnissa ovat tilinpäätöstiedot, kuten vuositilinpäätökset, osavuositarkastukset ja muut tiedotteet (Martikainen & Martikainen 2006, 128; Kallunki 2014, 15). Myös yritysten riskitiedonanto ulkopuolisille sidosryhmille tapahtuu pääasiallisesti vuosikertomusten välityksellä (Kuusela & Ollikainen 2005, 139). Tässä kappaleessa tutkitaan kyseisten raporttien avulla pörssiyhtiöiden jakautumisten vaikutuksia yrityksen arvoon ja riskienhallintaan. Tutkimus tehdään case-tutkimuksena, johon on valittu neljä Helsingin Pörssissä vuosina 2012 - 2013 jakautunutta yhtiötä.

Jakautuneet yhtiöt ovat Sievi Capital, YIT, Ahlstrom ja Valmet. Tässä kappaleessa kerätään empiirinen aineisto yhtiöiden jakautumista edeltäneen vuoden, jakautumisvuoden sekä jakautumisen jälkeisen vuoden vuosikertomuksesta, tilinpäätöksestä ja jakautumissuunnitelmasta. Kohteena on pääsääntöisesti viisi virallista vuosikertomusta ja yksi carve-out -vuosikertomus yhtä jakautumista kohden, sillä jakautumista edeltävä vuosikertomus on jakautuville yhtiöille yhteinen, mutta sen jälkeen yhtiöillä on omat vuosikertomukset. Sievi Capitalilla tarkasteluvuodet ovat 2011 - 2013 ja muilla case -yrityksillä 2012 - 2014. Case-jakautumisen tutkiminen alkaa tarkastelulla yhtiön toimialasta, jakautumisen toteuttamistavasta sekä yhtiön markkinatilannekatsauksella, jossa otetaan huomioon jakautumisen lisäksi muut tärkeimmät yrityksen menestykseen vaikuttavat seikat tarkasteluvuosina.

Tämän jälkeen case-yrityksen ensimmäisessä alaluvussa vertaillaan sijoittajia kiinnostavia markkinaperusteisia tietoja ja tunnuslukuja, kuten markkina-arvoa, tilikauden kurssikehitystä sekä osakekohtaista tulosta, omaa pääomaa ja osinkoa. Markkinaperusteisia tietoja ei ole vastaanottavien yhtiöiden osalta ennen jakautumista, koska ne ovat listautuneet pörssiin vasta jakautumisen yhteydessä. Kuitenkin yhtiöt ovat ilmoittaneet vertailutietoihin osakekohtaisia lukuja, jotka on laskettu jakautumisen jälkeisen osakemäärän mukaan. Lisäksi tarkastellaan tärkeimpiä muita yrityksen

menestyksestä kertovia tunnuslukuja, kuten liikevoittoprosenttia, pääomien tuottoprosentteja, omavaraisuusastetta sekä nettovelkaantuneisuutta. Jos nettovelkaantumistasetta ei ole ilmoitettu tilinpäätöksessä, sen tilalle on otettu velkaantumisaste.

Kaikki case-yrityksistä kerätyt taloudelliset tiedot on koottu taulukkoon 1 tämän kappaleen loppuun. Teoriaosiossa esiteltyjä maksuvalmiuden tunnuslukuja ei oteta tässä case-tutkimuksessa mukaan tarkasteluun, sillä pörssiyritykset ovat julkaisseet niitä hyvin vaihtelevasti. Aineistoksi valitut tunnusluvut on esitelty laskentakaavoineen ja tulkintaohjeineen tutkimuksen teoreettisessa viitekehyksessä. Tunnusluvut on valittu sillä perusteella, että ne ovat niin yksiselitteisiä ja yleisiä, että ne löytyvät pääsääntöisesti kaikista vuosikertomuksista ja ne lasketaan joka yhtiössä mahdollisimman samalla tavalla. Tunnusluvut ovat yhtiöiden IFRS-konsernitilinpäätöksistä laskemia tunnuslukuja.

Jakautumista edeltävät vertailutiedot tilinpäätöksissä on usein ilmoitettu jakautuneen yhtiön kohdalle jatkuvien toimintojen osalta ja vastaanottavan yhtiön kohdalla niin sanottuina carve out -tietoina. Jatkuvilla toiminnoilla tarkoitetaan sitä, että aiempien kausien vertailutiedoissa ei ole mukana niitä toimintoja, joita yhtiöllä ei enää ole. Carve out -tiedot tarkoittavat taloudellisia tietoja, jotka on saatu eriyttämällä jakautuneen yhtiön konsernitilinpäätöksestä se liiketoiminto tai tytäryhtiö, joka on irrotettu jakautumisella omaksi yhtiökseen. Näin yhtiöt voivat parantaa tilikausien keskinäistä vertailtavuutta, mikä puolestaan parantaa yhtiön läpinäkyvyyttä sijoittajien silmissä.

Case-yrityksen toisessa alaluvussa tutkitaan vuosikertomuksia ja tilinpäätöksiä riskienhallinnan kannalta. Siinä tutkitaan, millaista yhtiöiden riskienhallinta on ja mitä yhtiöt ovat vuosikertomuksissaan ja tilinpäätöksissään tiedottaneet yhtiön riskienhallinnasta ja merkittävimmistä riskeistä. Tutkimuksen kohteena ovat erityisesti, miten mahdollisesti aiempaa suurempi suhdanneriski on huomioitu ja onko yrityksen riskienhallinta muutoin muuttunut jakautumisen seurauksena.

3.1 Sievi Capitalin jakautuminen

Alun perin Scanfil Oy -niminen konserni harjoitti sopimusvalmistustoimintaa, minkä rinnalle on noussut sijoitustoiminnan harjoittaminen vuodesta 2008 alkaen. Vielä vuonna 2011 konsernin muodostivat pörssilistattu, sijoitustoimintaa harjoittava emoyhtiö Sievi Capital Oyj (Sievi Capital) sekä sopimusvalmistusliiketoimintaa harjoittava alakonserni Scanfil EMS Oy. Vuoden 2011 aikana tehtiin päätös eriyttää sijoitus- ja sopimusvalmistustoiminta erillisiksi pörssiyhtiöikseen vuoden 2012 alusta alkaen. Vuoden 2011 aikana ensimmäisenä toimenpiteenä jakautumista varten sijoitustoimintaa harjoittaneen emoyhtiön nimi Scanfil Oyj vaihdettiin Sievi Capital Oyj:ksi. (Sievi Capital a 2011; Sievi Capital b 2012.)

Sievi Capital jakautui osittaisjakautumisella jakautumissuunnitelman mukaisesti niin, että osa sen varoista ja veloista siirtyi selvitysmenettelyttä jakautumisessa perustettavalle uudelle julkiselle osakeyhtiölle Scanfil Oyj:lle (Scanfil). Sievi Capitalin osakkeenomistajat saivat omistuksiansa mukaisessa suhteessa jakautumisvastikkeena yhden Scanfilin osakkeen yhtä Sievi Capitalin osaketta vastaan. Jakautumisessa noudatettiin OYL 17:n sekä EVL 52 c §:n säännöksiä jakautumisesta. Jakautumisen tarkoituksena oli eriyttää sopimusvalmistus ja muu teollinen liiketoiminta itsenäiseksi yhtiöksi ja jättää sijoitustoiminta jakautuvaan yhtiöön. Järjestelyllä haettiin liiketoimintarakenteiden selkiyttämistä, toiminnan läpinäkyvyyden parantamista sekä samalla osakkeenomistajien sijoitusten arvonnousun parantamista pitkällä aikavälillä. (Sievi Capital c 2011.)

Nykyisen Sievi Capitalin tehtävänä on hallinnoida yhtiön varoja tehokkaasti ja riskejä hajauttaen. Se tekee pääomasijoituksia teollisiin yhtiöihin, joista hankitaan hallitustyöskentelyyn riittävä omistusosuus. Lisäksi Sievi Capital tekee finanssisijoituksia esimerkiksi osakkeisiin, yrityslainoihin sekä korkosijoituksiin. Vuonna 2010 alkanut talouden elpyminen kääntyi takaisin laskuun vuoden 2011 aikana, mikä haittasi sijoitustoimintaa, kun pääomamarkkinat ajautuivat laskusuhdanteeseen. Sijoitusten käyvät arvot laskivat, ja IFRS:n mukainen tulos oli negatiivinen. Tappioita ei kuitenkaan tarvinnut realisoida, vaan yhtiö teki voittoa myymillään sijoitusinstrumenteilla. Merkittäviä uusia sijoituskohteita ei vuoden aikana hankittu.

(Sievi Capital a 2011.) Jakautumisen jälkeinen ensimmäinen itsenäinen vuosi 2012 sijoitusyhtiönä oli haastava markkinatilanteen vuoksi. Sijoitusten käyvät arvot vaihtelivat voimakkaasti, mutta lopulta IFRS:n mukainen tulos oli selkeästi positiivinen. (Sievi Capital b 2012.) Sievi Capitalin kausi 2013 sisälsi paljon muutoksia organisaatiossa ja sen toiminnassa. Osakkeenomistajien kannalta suurin muutos oli sijoitusstrategian muutos niin, että painopiste muuttui finanssisijoittamisesta pääomasijoittamiseen. (Sievi Capital d 2013.)

1.1.2012 alkaen itsenäisenä pörssiyhtiönä toiminut uusi Scanfil Oyj on kansainvälinen tietoliikenne- ja elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja. Yhtiöllä on historiaa yli 35 vuoden ajan sopimusvalmistustoiminnasta. Asiakkaat ovat kansainvälisiä ammattielektroniikan ja tietoliikennejärjestelmien valmistajia. Ennen jakautumista vuonna 2011 ammattielektroniikan myynti oli suotuisaa koko vuoden, mutta tietoliikennetuotteiden kysyntä laski vuoden aikana voimakkaasti. Heikenneen markkinatilanteen vuoksi tulos jäi vuoden 2010 tasosta. (Sievi Capital a 2011.) Myös ensimmäinen kausi 2012 itsenäisenä pörssiyhtiönä oli Scanfilille haastava. Maailmantalouden hidastunut kasvu vaikutti asiakkaisiin ja vaikeutti sopimusvalmistuksen markkinatilannetta. Edelleen ammattielektroniikan kysyntä oli tasaista, mutta tietoliikennetuotteiden kysyntä pysyi alhaisena. (Scanfil a 2012.) Vuonna 2013 markkinatilanne oli edelleen haastava, mutta Scanfil onnistui taloudellisissa tavoitteissaan hyvin (Scanfil b 2013).

3.1.1 Yrityksen arvo - Sievi Capital & Scanfil

Sievi Capitalin jakautumisen jälkeisiä vertailutietoja ei ole saatavilla vain jatkuvien toimintojen osalta vuodelta 2011, joten kyseisen vuoden tunnusluvut sisältävät Scanfilille siirtyneet erät. Sievi Capital ei ole raportoinut vuosina 2011 - 2013 liikevoittoprosenttia, joten sen sijaan on otettu tarkasteluun liikevoiton euromääräinen kehitys. Scanfilin vuosikertomuksissa on käytetty vuoden 2011 vertailutietoina jakautumista edeltäneen Scanfil EMS -alakonsernin carve out -tietoja.

Sievi Capitalin tunnusluvut 2011: (Sievi Capital b 2012)

Markkina-arvo 31.12.	119 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	3,15 €
Tilikauden alin kurssi	1,85 €
Keskikurssi	2,53 €
EPS	-0,5 €
BPS	1,53 €
DPS	0,06 €
P/E-luku	-36,6
Liikevoitto	0,1 miljoonaa euroa
ROE	-1,9 %
ROI	-6,9 %
Omavaraisuusaste	95,1 %
Nettovelkaantumisaste	-58,6 %

Sievi Capitalin tunnusluvut 2012: (Sievi Capital b 2012)

Markkina-arvo 31.12.	55,9 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	1,65 €
Tilikauden alin kurssi	0,88 €
Keskikurssi	1,16 €
EPS	0,08 €
BPS	1,55 €
DPS	osinkoa ei jaettu
P/E-luku	11,2
Liikevoitto	0,7 miljoonaa euroa
ROE	5,3 %
ROI	6,9 %
Omavaraisuusaste	96,1 %
Nettovelkaantumisaste	-64,5 %

Sievi Capitalin tunnusluvut 2013: (Sievi Capital d 2013)

Markkina-arvo 31.12.	66,7 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	1,20 €

Tilikauden alin kurssi	0,94 €
Keskikurssi	1,06 €
EPS	0,00 €
BPS	1,50 €
DPS	osinkoa ei jaettu
P/E-luku	negatiivinen
Liikevoitto	-0,7 miljoonaa euroa
ROE	0,0 %
ROI	0,7 %
Omavaraisuusaste	96,3 %
Nettovelkaantumisaste	-52,0 %

Scanfilin tunnusluvut 2011: (Scanfil a 2012)

EPS	0,11 €
BPS	1,20 €
Liikevoitto - %	4,3 %
ROE	9,7 %
ROI	9,5 %
Omavaraisuusaste	53,6 %
Nettovelkaantumisaste	1,9 %

Scanfilin tunnusluvut 2012: (Scanfil a 2012)

Markkina-arvo 31.12.	47,3 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	1,10 €
Tilikauden alin kurssi	0,60 €
Keskikurssi	0,76 €
EPS	0,10 €
BPS	1,30 €
DPS	0,04 €
P/E-luku	8,3
Liikevoitto - %	4,5 %
ROE	7,9 %
ROI	8,1 %

Omavaraisuusaste	57,7 %
Nettovelkaantumisaste	-2,4 %

Scanfilin tunnusluvut 2013: (Scanfil b 2013)

Markkina-arvo 31.12.	77,9 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	1,47 €
Tilikauden alin kurssi	0,82 €
Keskikurssi	1,11 €
EPS	0,14 €
BPS	1,39 €
DPS	0,05 €
P/E-luku	9,5
Liikevoitto - %	6,3 %
ROE	10,6 %
ROI	11,4 %
Omavaraisuusaste	64,1 %
Nettovelkaantumisaste	-12,1 %

3.1.2 Riskienhallinta - Sievi Capital & Scanfil

Sievi Capitalin sekä Scanfilin riskit on ryhmitelty strategisiin ja operatiivisiin riskeihin ja tavoitteena on kokonaisvaltainen ja ennakoiva riskienhallinta. Pitkän ja lyhyen aikavälin riskit minimoidaan, lykätään tai poistetaan. Riskienhallinta on yhtiöissä osa liiketoimintaprosesseja ja johtamisjärjestelmää, eikä sille ole omaa organisaatiota. Ennen jakautumista vuoden 2011 vuosikertomuksessa suurimpana riskinä Sievi Capitalilla pidettiin taloudellisen taantuman syventymistä. Myös ympäristöriskit ovat vuosikertomuksessa paljon esillä. (Sievi Capital a 2011.)

Sievi Capitalin vuoden 2012 vuosikertomuksen alussa osiossa Sievi Capital Oyj lyhyesti kerrotaan, että Sievi Capital on pörssilistattu sijoitusyhtiö, jonka tehtävänä on hallinnoida konsernin varallisuutta tehokkaasti ja riskejä hajauttaen. Nyt vuonna 2012 jakautumisen jälkeen Sievi Capitalin ollessa sijoitusyhtiö se haluaa korostaa sijoittajille

erityisesti riskienhallinnan ja hajauttamisen hyvää osaamista, ja yhtiö on tehnyt riskienhallintatoimiinsa oleellisia muutoksia toiminnan luonteen muututtua. Jakautuneen Sievi Capitalin uudet lähiajan merkittävät riskit liittyvät sijoitusten arvon alentumiseen. Edelleen taloudellisen taantuman seurauksena pankkisektori oli vuonna 2012 haavoittuvainen sekä Sievi Capitalin mukaan korkotason heilahtelut ja valuuttamyrskyt olivat mahdollisia. Vuonna 2013 mainitaan myös Euroopan velkakriisin kärjistymisen lähiajan riskeissä. Muita oleellisia muutoksia yrityksen riskeissä ei vuonna 2012 tai 2013 ollut. Myöskään riskeistä jakautumiseen liittyen ei mainittu vuosikertomuksissa. (Sievi Capital b 2012; Sievi Capital d 2013.)

Scanfil korosti jakautumisen jälkeen ympäristönäkökohtiin liittyviä riskejä. Vuonna 2012 sekä 2013 merkittävimmät lähiajan riskit liittyivät riskiin maailmantalouden kasvun kääntymisestä laskuun uudestaan, mikä olisi voinut vaikuttaa Scanfilin tuotteiden kysyntään. Myöskään Scanfilin vuosikertomuksissa ei mainittu jakautumiseen liittyviä riskejä tai aiempaa suurempaa suhdanneriskiä. (Scanfil a 2012; Scanfil b 2013.)

3.2 YIT:n jakautuminen

YIT Oyj (YIT) on merkittävä eurooppalainen yli sata-vuotias rakennusalan sekä teollisuuden palveluyritys. Sen toimialoina olivat vielä vuonna 2012 Pohjois-Euroopan kiinteistötekniset palvelut, Keski-Euroopan kiinteistötekniset palvelut, Suomen rakentamispalvelut sekä Kansainväliset rakentamispalvelut. Vuosi 2012 oli YIT:lle vaiheikas, sillä reaalitalouden epävarmuus näkyi kiinteistötekniisten palveluiden toiminnassa hankkeiden siirtymisenä, mutta rakentamispalveluissa kehitys oli hyvä. Kiinteistötekniikka on tuonut YIT:lle kassavirtaa rakentamispalvelujen kasvattamiseen tarvittaviin investointeihin yli kymmenen vuoden ajan. Vuosikertomuksessa kerrottiin tulevasta strategisesta kasvuvaiheesta, kiinteistötekniisten palveluiden eriyttämisestä omaksi pörssiyhtiökseen. Tärkeimpänä perusteluna mainittiin se, että yhtiöiden strategioita voidaan kehittää tehokkaammin, kun molemmat liiketoiminnot ovat riittävän vahvoja itsenäisiksi yhtiöiksi. Uuden strategian päätavoitteena on

fokusoidumpi, tasapainoinen ja kannattava kasvu. Kiinteistötekniset palvelut muodostivat vuonna 2012 noin 60 % YIT:n liikevaihdosta. (YIT a 2012.)

Jakautumissuunnitelman mukaisesti YIT Oyj jakautui 30.6.2013 OYL:n tarkoittamalla osittaisjakautumisella siten, että osa sen varoista ja veloista siirtyi yhdelle jakautumisessa perustettavalle yhtiölle, Caverion Oyj:lle (Caverion). YIT:n osakkeenomistajat saivat jakautumisvastikkeena vastaanottavan yhtiön osakkeita omistuksiansa mukaisessa suhteessa niin, että yhtä YIT:n osaketta vastaan sai yhden Caverionin osakkeen. Jakautumisella eriytettiin YIT-konsernista kiinteistötekniset palvelut -liiketoiminta itsenäiseksi konserniksi, ja YIT-konserniin jäi rakentamispalvelut -liiketoiminta. YIT:n hallitus on luetellut jakautumisella haettaviksi hyödyiksi liiketoimintarakenteiden, johtamisen ja rahoituksen selkiyttämisen, liiketoimintojen kasvustrategioiden tukemisen sekä edellytysten vahvistamisen osakkeenomistajien sijoitusten arvonnousulle. Keskeisimpiä jakautumisessa eriytettäviä varallisuus ja velkaeriä olivat kiinteistötekniisiin palveluihin liittyvien tytäryhtiöiden osakkeet sekä rahoitussopimukset. Jakautuminen toteutettiin myös EVL 52 c §:n jakautumissäännösten mukaisesti. (YIT b 2013.)

Jakautumisen aikana YIT:n vuoden 2013 toimintaympäristö oli yleisesti hyvin haastava, eikä se saavuttanut taloudellisia tavoitteitaan. Vuoden 2013 yleinen taloudellinen tilanne heijastui YIT:n toimialoihin, kun edeltävänä vuonna kysyntä heikentyi pääasiassa Caverionille siirtyneiden toimialojen osalta. (YIT c 2013.) YIT:n taloudellinen onnistuminen oli vaihtelevaa myös vuonna 2014. Odotettua heikompi taloudellinen tilanne Suomessa ja Venäjällä vaikuttivat toimintaan negatiivisesti, mutta toisaalta YIT saavutti esimerkiksi asumisen toimialoilla ennätyksen ulkomailla. (YIT d 2014.)

Caverionin ensimmäisessä vuosikertomuksessa vuonna 2013 kerrotaan, että Caverion suunnittelee, toteuttaa ja ylläpitää kiinteistötekniikkaa sekä tarjoaa teollisuuden palveluita Pohjois- ja Keski-Euroopassa. Maailmantalouden yleisestä epävarmuudesta huolimatta Caverionin markkinatilanne oli vakaa vuonna 2013. Muutamat liiketoiminta-alueet kasvoivat vuoden 2012 pysähtyneisyyden jälkeen. Toiminnan tehostamisen myötä kannattavuus parani suunnitellusti. (Caverion a 2013.) Vuonna 2014 Caverionin tilauskanta kasvoi, ja tavoitteita saavutettiin myös muun muassa käyttöpääoman

tuottoasteen parantamisessa tulevaisuuden kasvua varten. Vuonna 2014 Caverionille ei tapahtunut mitään suuria muutoksia markkinatilanteeseen tai strategiaan liittyen edelliseen vuoteen verrattuna. (Caverion b 2014.)

3.2.1 Yrityksen arvo - YIT & Caverion

YIT:n vuoden 2013 tilinpäätöksessä on vertailutiedot vuodelta 2012 niin, että kiinteistötekniisiä palveluita ei huomioida tuloslaskelmassa, mutta vuoden 2012 taseessa sekä osakekohtaisissa tunnusluvuissa Caverionille siirtyneet kiinteistötekniset palvelut on mukana. Niiltä osin YIT:n vuoden 2012 tunnusluvut eivät ole suoraan vertailukelpoisia vuosien 2013 ja 2014 kanssa. Tutkimukseen valitut Caverionin vuosien 2012 ja 2013 tilinpäätöstiedot ovat carve out -tilinpäätöksiä, jotka on muodostettu vanhan YIT:n kiinteistötekniset palvelut -liiketoiminnan taloudellisista tiedoista. Caverion ei ilmoita oman pääoman tuottoastetta, joten tarkasteluun otetaan sen tilalle käyttöpääoman määrä, jonka vähentäminen on ollut yksi Caverionin tärkeimmistä tavoitteista.

YIT:n tunnusluvut 2012: (YIT d 2014)

Markkina-arvo 31.12.	1 853,2 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	17,25 €
Tilikauden alin kurssi	11,87 €
Keskikurssi	14,90 €
EPS	1,13 €
BPS	8,02 €
DPS	0,75 €
P/E-luku	13,1
Liikevoitto - %	10,0 %
ROE	15,0 %
ROI	10,9 %
Omavaraisuusaste	32,5 %
Velkaantumisaste	73,9 %

YIT:n tunnusluvut 2013: (YIT d 2014)

Markkina-arvo 31.12.	1 276 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	17,88 €
Tilikauden alin kurssi	8,67 €
Keskikurssi	13,01 €
EPS	0,56 €
BPS	5,56 €
DPS	0,38 €
P/E-luku	18,1
Liikevoitto - %	6,0 %
ROE	8,2 %
ROI	6,1 %
Omavaraisuusaste	34,3 %
Velkaantumisaste	112,0 %

YIT:n tunnusluvut 2014: (YIT d 2014)

Markkina-arvo 31.12.	536,2 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	10,7 €
Tilikauden alin kurssi	4,17 €
Keskikurssi	7,35 €
EPS	0,44 €
BPS	4,26 €
DPS	0,18 €
P/E-luku	9,7
Liikevoitto - %	5,3 %
ROE	9,1 %
ROI	6,4 %
Omavaraisuusaste	29,2 %
Velkaantumisaste	129,9 %

Caverionin tunnusluvut 2012: (Caverion c 2014)

EPS	0,32 €
BPS	3,10 €

Liikevoitto - %	2,2 %
Käyttöpääoma	94 miljoonaa euroa
ROI	15 %
Omavaraisuusaste	32,4 %
Velkaantumisaste	ei vertailukelpoinen

Caverionin tunnusluvut 2013: (Caverion c 2014)

Markkina-arvo 31.12.	1 117,7 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	8,94 €
Tilikauden alin kurssi	3,00 €
Keskikurssi	5,54 €
EPS	0,28 €
BPS	2,00 €
DPS	0,22 €
P/E-luku	31,5
Liikevoitto - %	1,9 %
Käyttöpääoma	46 miljoonaa euroa
ROI	10,3 %
Omavaraisuusaste	22,2 %
Velkaantumisaste	34,6 %

Caverionin tunnusluvut 2014: (Caverion c 2014)

Markkina-arvo 31.12.	831,8 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	8,92 €
Tilikauden alin kurssi	5,37 €
Keskikurssi	7,03 €
EPS	0,22 €
BPS	1,90 €
DPS	0,22 €
P/E-luku	30,3
Liikevoitto - %	1,8 %
Käyttöpääoma	-19,3
ROI	7,7 %

Omavaraisuusaste	24,7 %
Velkaantumisaste	21,1 %

3.2.2 Riskienhallinta - YIT & Caverion

YIT:n ja Caverionin riskienhallinnan tavoitteena on merkittävimpien riskien tunnistaminen ja niiden optimaalinen hallinta niin, että yhtiöiden strategiset ja operatiiviset tavoitteet saavutetaan vastuullisesti. Lähtökohtana on kokonaisriskiposition hallinta. Riskit on jaettu strategiaan, operatiivisiin, taloudellisiin ja tapahtumariskeihin. Riskienhallinta on integroitu osaksi konsernin seuranta-, johtamis- ja raportointijärjestelmää. YIT:lle ja Caverionille merkittävimmät riskit ovat tekijöitä, jotka toteutuessaan vaarantavat strategisten ja taloudellisten tavoitteiden saavuttamisen. Riskienhallintakeinoja ovat riskin pienentäminen, poistaminen ja hyväksyminen (YIT e 2012; YIT f 2013; Caverion a 2013; Caverion b 2014.)

Vuoden 2012 merkittävimpänä liiketaloudellisena riskinä pidettiin markkinatilanteen muutoksiin reagoimista. Toimitusjohtajan katsauksessa kerrottiin, että YIT:n tavoitteena on ollut parantaa kiinteistötekniisten ratkaisujen suhdannevaihteluiden kestävyyttä. Huolto- ja kunnossapitoliiketoiminnan vakaamman kysynnän on tarkoitus tasoittaa projektiliiketoiminnan suhdannevaihteluita. Vuonna 2012 parannusta saatiin aikaan huolto- ja kunnossapitoliiketoiminnan osuuden kasvattamisella, mutta kasvattamisen varaa jäi edelleen. YIT:n riskienhallinnassa on myös korostettu ympäristövahinkojen ennaltaehkäisyä. (YIT a 2012.)

YIT:n vuoden 2013 jakautumisen jälkeisessä vuosikertomuksessa raportoitiin, että suhdannekestävyyden parantaminen on yksi keskeisistä tavoitteista uudessa rakenteessa. Sitä pyritään varmistamaan vuotuisella positiivisella nettokassavirralla kaikissa olosuhteissa, sillä eri liiketoiminta-alueet tasaavat suhdanteita vain osittain. Myös myyntiriskittömään ja vahvaan kassavirtaan perustuvan liiketoiminnan kasvattaminen on YIT:n tavoitteena. (YIT c 2013.) Merkittävimpinä riskeinä vuonna 2013 pidettiin markkinatilanteen muutoksiin reagoimista, investointien ohjaamista sekä sopimusten ja projektien hallintaa. Lisäksi osittaisjakautumisen suunnittelu ja toimenpiteiden

varmistaminen olivat olennainen osa riskienhallintaa. Jakautumisen suurimmat riskit koskivat tietoteknisiä järjestelmiä ja henkilöstöä. Toteutuksessa kuitenkin yksikään jakautumiseen liittyvä riski ei realisoitunut. Lisäpanostusta siis riskienhallinnassa ja uusia riskejä oli havaittavissa jakautumisen aiheuttamana. (YIT f 2013.)

YIT:n vuoden 2014 vuosikertomuksessa todetaan, että osittaisjakautumisen jälkeen toiminta on pääomaintensiivisempää ja suhdanneherkempää. Toisaalta se on mahdollistanut keskittymisen projektitoiminnan riskienhallintaan kehittämiseen. YIT on kehittänyt jakautumisen jälkeen liiketoimintamalliaan vastaamaan paremmin lyhyen aikavälin suhdannevaihteluihin. YIT:n suhdanneriskiä pienennetään tavoittelemalla maantieteellistä ja liikeideoiden välistä tasapainoa. Tällöin talouden muutokset vaikuttavat eri aikaan markkina-alueilla. Myös esimerkiksi suurten aluehankkeiden ja urakoiden mahdollistavat suunnitelmallisen jouston eri markkina-tilanteissa. (YIT d 2014.)

Caverionin vuoden vuosikertomuksessa suurimpien riskien ja epävarmuustekijöiden kohdalla on mainittu suhdanneriski ensimmäisenä. Sitä hallitaan liiketoiminnan entistä vakaammalla rakenteella. Huolto- ja kunnossapitotoiminnan osuutta on kasvatettu sekä toimintaympäristön muutoksia seurataan ja analysoidaan jatkuvasti. Myös yksityisen ja julkisen sektorin erikokoiset asiakkaat ja laaja maantieteellinen toiminta-alue tasaavat suhdannevaihteluita. (Caverion 2013.) Caverionin tavoitteena on myös jatkossa parantaa kannattavuutta riskienhallintakeinona. Lisäksi entistä tarkempi asiakkaiden ja projektien valitseminen vähentää riskiä. Caverionin liiketoiminta ei sisällä merkittäviä ympäristöriskejä. (Caverion b 2014.)

3.3 Ahlstromin jakautumiset

Ahlstrom valmistaa korkealaatuisia kuitumateriaaleja pääasiassa kuljetus-, rakennus-, energia- ja elintarviketeollisuuden sekä terveydenhuollon, vedensuodatuksen ja bioteknologian sovelluksiin. Vuonna 2012 Ahlstromin toimintaympäristö oli haastava, kun kysyntä jatkui edellisvuoden tapaan vaimeana. Syksyllä 2012 Ahlstrom allekirjoitti sopimuksen, jonka mukaan ruotsalainen osakeyhtiö Munksjö AB yhdistettäisiin

Ahlstromin erikoispapereita tuottavien Label and Processing -liiketoimintojen kanssa. Fuusion esityönä toteutettiin kaksi osittaisjakautumista. Yritysjärjestelyjen jälkeen Ahlstrom keskittyy kuitumateriaaleihin, jotka pohjautuvat teknologia-innovaatioihin. Ahlstrom haki jakautumisella paremman fokuksen kautta parempaa kannattavuutta sekä kasvua. (Ahlstrom a 2012.)

Munksjö Ab perustettiin vuonna 1862, kun se käynnisti tuotantonsa Ruotsin Jönköpingissä. Munksjö Ab valmisti vuonna 2012 erikoispapereita ja -selluloosaa esimerkiksi huonekalujen, keittiökalusteiden ja laminaattilattioiden valmistukseen. Munksjö AB:n vuosikertomuksessa 2012 kerrottiin Ahlstromin ja Munksjö Ab:n fuusioitumissuunnitelmista. Järjestelyllä pyrittiin johtavaksi maailmanlaajuisesti erikoispapereita tuottavaksi yhtiöksi. Vuoden 2012 markkinatilanne ennen jakautumisia oli haastava Munksjönkin osalta. (Munksjö a 2012.)

Ahlstromin ja Munksjö Ab:n hallitukset allekirjoittivat 11.9.2012 kaksi jakautumissuunnitelmaa Ahlstrom -konsernin Label and Processing -liiketoimintojen jakamiseksi tätä varten perustettavaan julkiseen osakeyhtiöön, Munksjö Oyj:hin. Euroopan ja Brazilian Label and Processing -toiminnot eriytettiin kahdella osittaisjakautumisella. (Ahlstrom b 2012.) Ensimmäisellä osittaisjakautumisella jaettiin Euroopan liiketoiminnot ja toisella osittaisjakautumisella Brazilian liiketoiminnot samaan uuteen vastaanottavaan, ensimmäisen jakautumisen yhteydessä perustettuun Munksjö Oyj:hin. Osittaisjakautumiset toteutettiin OYL 17:n ja EVL 52 c §:n jakautumissäännösten mukaan. Ahlstromin osakkeenomistajat saivat ensin jakautumisvastikkeena Euroopan liiketoiminnan jakautumisesta 0,25 Munksjön osaketta yhtä Ahlstromin osaketta kohden. Myöhemmin vuonna 2013 Brazilian liiketoiminnan jakautumisessa Ahlstromin osakkeenomistajat saivat uudestaan 0,265 Munksjön osaketta jakautumisvastikkeena yhtä Ahlstromin osaketta kohden. (Ahlstrom c 2012; Ahlstrom d 2012.) Jakautumisella eriytettyjen Euroopan toimintojen sekä Brazilian toimintojen nettovarallisuudet olivat 4,8 % Ahlstromin kokonaisnettovarallisuudesta (Ahlstrom e 2013).

Syyt jakautumisille olivat samat ja ne liittyivät muihin Munksjö Oyj:n (Munksjö) järjestelyihin. Ensimmäisenä syynä oli uusien osakkeiden antaminen Munksjö AB:n

osakkeenomistajille vastikkeeksi osakkeiden siirtämisestä Munksjölle yhtiöiden yhdistyessä. Toisena syynä oli 100 miljoonaan euron suunnattu osakeanti, jossa Munksjön uusia osakkeita annettiin Ahlstromille, EQT III Limitedille sekä institutionaalisille sijoittajille Varmalle ja Ilmariselle. Kolmantena syynä oli Ahlstromin jakautumissuunnitelmilla siirrettävien varojen, velkojen, vastuiden ja sopimusten siirtyminen Munksjölle. Viimeinen syy oli kolmen edellä mainitun tapahtuman toteutumisen jälkeen listata vastaanottava yhtiö Helsingin Pörssiin. Ahlstromin omistajat saivat noin 50 % uuden Munksjön osakkeista, Munksjö Ab:n omistajat noin 30 % osakkeista ja loput omistavat Ahlstrom, EQT III Limited, Varma ja Ilmarinen. (Ahlstrom c 2012; Ahlstrom d 2012.) Munksjö Ab:n ja Ahlstromin erikoispaperiliiketoimintojen yhdistäminen tapahtui kahdessa osassa. Ensin Euroopan liiketoiminnot yhdistettiin toukokuussa 2013, ja samalla uusi yhtiö Munksjö Oyj perustettiin. Uusi yhtiö listattiin Helsingin Pörssiin 7.6.2013. Ahlstromin Brasilian tehtaan yhdistyminen Munksjön kanssa toteutettiin joulukuussa 2013. (Munksjö b 2013.)

Jakautumisten toteuttamisvuonna 2013 Ahlstromin toimintaympäristö oli melko vaimea. Kannattavuudessa ei päästy tavoitteiden tasolle. Vuonna 2013 toteutettiin muitakin muutoksia, kuten luotiin uusi kasvusuunnitelma vuoteen 2020 asti. (Ahlstrom f 2013.) Jakautumisten jälkeisenä vuonna 2014 Ahlstromin liikevoitto kaksinkertaistui. Tämä johtui parantuneesta hinnoittelusta, tuotevalikoimasta sekä alhaisemmista kiinteistä kuluista. Kuitenkin toimintaympäristö oli vaihteleva, ja edelleen osassa liiketoimintoja kysyntä oli alhaista. (Ahlstrom g 2014.)

Munksjön yritysjärjestelyjen toteuttamisvuonna 2013 ei tapahtunut suuria muutoksia toimintaympäristössä. Liikevaihto kasvoi pääasiallisesti toimintojen yhdistymisen vuoksi, ja synergiaetuja saavutettiin odotettua nopeammin. (Munksjö b 2013.) Edelleen vuonna 2014 liikevaihto kasvoi pääasiallisesti fuusion myötä. Integraatioprosessi saatiin päätökseen ja synergiaedut oli suunniteltua suuremmat. Vuoden 2014 aikana kysyntä oli hyvää ja kannattavuutta saatiin parannettua. (Munksjö c 2014.)

3.3.1 Yrityksen arvo - Ahlstrom & Munksjö

Ahlstromin tilinpäätöksistä on kerätty aineistoksi tunnusluvut suurimmaksi osaksi jatkuvien toimintojen osalta. Ahlstrom ilmoittaa sijoitetun pääoman tuottoasteen sijaan sitoutuneen pääoman tuottoasteen. Munksjön osalta on kerätty jakautumista edeltäneen vuoden 2012 vertailutiedot Munksjö Ab:n tiedoista. Munksjö Ab ei ollut listattu yhtiö, joten kyseiseltä vuodelta ei ole saatavilla osakeperusteisia tunnuslukuja. Yhtiöt eivät ole ilmoittaneet keskikurssia, eivätkä P/E-lukua, paitsi Munksjö vuonna 2014. Munksjö ei ole ilmoittanut sijoitetun pääoman tuottoastetta, joten sen sijaan on otettu tarkasteluun käyttöpääoman tuottoaste, jonka pienentäminen oli yhtiölle keskeinen tavoite.

Ahlstromin tunnusluvut 2012: (Ahlstrom a 2012; Ahlstrom h 2014)

Markkina-arvo 31.12.	610 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	15,45 €
Tilikauden alin kurssi	11,86 €
EPS	0,44 €
BPS	8,50 €
DPS	0,63 €
Liikevoitto - %	2,2 %
ROE	0,0 %
ROCE	2,3 %
Omavaraisuusaste	36,2 %
Velkaantumisaste	62,5 %

Ahlstromin tunnusluvut 2013: (Ahlstrom i 2013; Ahlstrom h 2014)

Markkina-arvo 31.12.	382,7 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	14,95 €
Tilikauden alin kurssi	7,92 €
EPS	-0,46 €
BPS	5,04 €
DPS	0,30 €
Liikevoitto - %	1,1 %
ROE	13,8 %

ROCE	0,9 %
Omavaraisuusaste	35,2 %
Velkaantumisaste	85,5 %

Ahlstromin tunnusluvut 2014: (Ahlstrom h 2014)

Markkina-arvo 31.12.	324,5 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	8,45 €
Tilikauden alin kurssi	6,51 €
EPS	-0,22 €
BPS	4,65 €
DPS	0,30 €
Liikevoitto - %	-0,4 %
ROE	-0,8 %
ROCE	-0,5 %
Omavaraisuusaste	34,8 %
Velkaantumisaste	79,3 %

Munksjön tunnusluvut 2012: (Munksjö c 2014)

EPS	-0,89 €
BPS	16,20 €
Liikevoitto - %	2,8 %
ROE	-5,1 %
Working Capital	3,9 %
Omavaraisuusaste	29,4 %
Velkaantumisaste	108,9 %

Munksjön tunnusluvut 2013: (Munksjö d 2013; Munksjö c 2014)

Markkina-arvo 31.12.	275,7 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	6,10 €
Tilikauden alin kurssi	4,62 €
EPS	-1,97 €
BPS	8,30 €
DPS	0,10 €

Liikevoitto - %	1,8 %
ROE	-10,8 %
Working Capital	2,8 %
Omavaraisuusaste	35,6 %
Velkaantumisaste	54,1 %

Munksjön tunnusluvut 2014: (Munksjö c 2014)

Markkina-arvo 31.12.	457 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	9,03 €
Tilikauden alin kurssi	5,11 €
EPS	0,14 €
BPS	8,1 €
DPS	0,25 €
P/E-luku	63,9
Liikevoitto - %	4,5 %
ROE	1,8 %
Working Capital	7,3 %
Omavaraisuusaste	35,1 %
Velkaantumisaste	54,5 %

3.3.2 Riskienhallinta - Ahlstrom & Munksjö

Ahlstromin ja Munksjön vuosikertomuksissa riskiksi määritellään kaikki, mikä voi vaarantaa yhtiön strategisten, toiminallisten ja taloudellisten tavoitteiden saavuttamisen kestäväällä ja eettisellä tavalla. Riskit luokitellaan strategisiin ja toiminnallisiin riskeihin sekä rahoitusriskeihin ja muihin vaaroihin. Vuodesta 2011 alkaen Ahlstromin riskienhallintatoiminta on ulkoistettu KPMG Oy Ab:lle. Ahlstromin pääperiaatteena on hallita riskejä niissä liiketoimintayksiköissä, joissa riskit voivat syntyä. Kuitenkin tietyt riskienhallintatoimenpiteet on keskitetty. Munksjön riskienhallintaprosessi on sisäänrakennettu, eikä itsenäinen organisaatio. (Ahlstrom a 2012; Ahlstrom g 2014; Munksjö b 2013.)

Vuoden 2012 toimintakertomuksen mukaan Ahlstromin suurimmat riskit ennen jakautumista olivat taloudellisen ympäristön epävarmuuteen liittyviä, jonka seurauksena on riski kannattavuuden laskusta. Suhdannevaihtelut ovat kuitenkin Ahlstromin vahvoilla toimialoilla ylipäänsä melko pieniä. Keskeinen riskienhallinnan painopistealue kuitenkin oli toimintojen määrittäminen kysynnän odottamattomaan laskuun. (Ahlstrom a 2012.) Myös vuosina 2013 ja 2014 Ahlstromin suurimpana riskinä pidetään taloudellisen toimintaympäristön epävarmuutta. Liiketoiminnan ja markkinaympäristön tärkeimpänä riskinä pidetään suhdannevaihteluja, jota pyritään hallitsemaan markkinoiden kysynnän arvioinnilla. Jakautumisen ei varsinaisesti raportoitu aiheuttavan yritykselle uusia riskejä. (Ahlstrom f 2013; Ahlstrom g 2014.)

Jakautumisen jälkeen vuosina 2013 ja 2014 uuden Munksjön tärkeimpänä operatiivisena riskinä on mainittu suhdannevaihtelut. Niitä pyritään hallitsemaan toiminnan laaja-alaisuudella, jolloin eri toimialojen suhdannevaihtelut vaikuttavat konsernin eri liiketoiminta-alueisiin. Myös operatiivisissa riskeissä kolmantena on mainittu liiketoimintojen yhdistämiseen liittyvät riskit. Kyseessä on laaja integraatioprosessi, jota pyritään hallitsemaan noudattamalla tarkasti yksityiskohtaista suunnitelmaa. Ympäristövastuu ja kestävä kehitys ovat oleellinen osa Munksjön riskienhallintaa. (Munksjö b 2013; Munksjö c 2014.)

3.4 Metson jakautuminen

Metso on kansainvälinen teknologia- ja palvelutoimittaja prosessiteollisuudessa. Sillä on asiakkaita kaivos-, maanrakennus-, kierrätys-, massa-, paperi-, voimantuotanto-, öljy- ja kaasualalla. Metson vuoden 2012 toimintaympäristö oli melko haastava, mutta kehitys jatkui hyvänä. Maailmanlaajuinen talouden epävarmuus leimasi Metson asiakkaiden toimintaa koko vuoden. Metso pyrkii olemaan johtava palvelu- ja teknologiatoimittaja kaikissa liiketoiminnoissa ja hyödyntämään megatrendejä tavoitteen saavuttamiseksi. (Metso a 2012.) Vuonna 2013 tehtiin päätös eriyttää Metson Massa, paperi ja voimantuotanto -liiketoiminta (PPP -liiketoiminta) itsenäiseksi yhtiökseen vuoden lopussa. Jakautumisen uskottiin vaikuttavan parempaan resurssien

keskittämiseen ja asiakkaiden palvelemiseen sekä nopeampaan reagointiin markkinoiden ja asiakkaiden muuttuessa. (Metso b 2013.)

Metson osittaisjakautumisessa sen PPP-liiketoimintaan liittyvät varat, velat ja vastuut siirtyivät selvitysmenettelyttä 31.12.2013 jakautumisen yhteydessä perustetulle uudelle julkiselle osakeyhtiölle Valmet Oyj:lle. Metson omistajat saivat jakautumisvastikkeena omistustensa mukaisessa suhteessa yhden Valmetin osakkeen jokaista Metson osaketta kohden. Jakautuminen toteutettiin OYL 17:n ja EVL 52 c §:n säännösten mukaan. Jakautumisen tarkoituksena oli eriyttää Metson PPP-liiketoiminta omaksi pörssiyhtiökseen ja jatkaa muita toimintoja Metsolla. Jakautuminen oli mahdollisuus molemmille yhtiölle hyödyntää tehokkaasti ja nopeasti omia vahvuuksiaan asiakasteollisuuksissa. Strategioiden kehittäminen on tehokkainta, kun liiketoiminnot ovat omina yhtiöinään, jolloin strategian toteuttaminen ja operatiivinen toiminta on kohdistetumpaa ja selkeämpää. (Metso c 2013.) Vuonna 2012 PPP-liiketoiminta muodosti 40 % Metson kokonaisliikevaihdosta (Metso a 2012).

Maailmantalouden kasvu oli jakautumisvuonna 2013 edelleen hidasta, mikä vaikutti Metson palveluiden ja tuotteiden kysyntään. Haastavan markkinan vuoksi tilaukset ja liikevaihto laskivat edellisvuoteen verrattuna. (Metso b 2013.) Jakautumisen jälkeen, vuonna 2014, Metso loi ja toteutti ensimmäistä vuotta uutta strategiaansa. Uusissa taloudellisissa tavoitteissa tähdätään kasvuun, kannattavuuteen ja korkeaan sidotun pääoman tuottoon. Vuosi 2014 oli edelleen haasteellinen maailmantalouden ja asiakasteollisuuksien valossa. (Metso d 2014.)

Vuosi 2014 oli uudelle Valmetille ensimmäinen kausi itsenäisenä yhtiönä. Valmet listautui pörssiin 2.1.2014. Valmetilla on 200 vuoden teollinen historia takana, ja se oli osana Metso-konsernia vuosina 1999 - 2013 (Valmet a 2013). Metson jakautumisessa Valmetista tuli jälleen itsenäinen pörssiyhtiö. Vuosi 2014 toi mukanaan Valmetille vakautta monella toimialalla, erityisesti tilausten määrä kasvoi 41 % edellisvuodesta. (Valmet b 2014.)

3.4.1 Yrityksen arvo - Metso & Valmet

Metson vuoden 2014 tilinpäätöksessä on vertailutietoina vuosien 2012 ja 2013 osalta jatkuvien toimintojen taloudelliset tunnusluvut. Metso eikä Valmet ilmoita sijoitetun pääoman tuottoasteita, mutta sen sijaan tutkitaan sitoutuneen pääoman tuottoasteita ennen veroja sen oltua yksi Metson ja Valmetin uusista taloudellisista tavoitteista. Valmet on tehnyt carve out -tilinpäätökset vuosilta 2012 ja 2013, joihin yhdistyy 31.12.2013 Metsolta jakautuneet PPP-liiketoiminnot sekä jakautumista edeltävät Metso-konsernista eriytetyt taloudelliset tiedot.

Metson tunnusluvut 2012: (Metso e 2014)

Markkina-arvo 31.12.	4 798 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	27,27 €
Tilikauden alin kurssi	24,88 €
Keskikurssi	30,02 €
EPS	1,71 €
BPS	14,74 €
DPS	1,85 €
P/E-luku	18,74
Liikevoitto - %	10,7 %
ROE	19,8 %
ROCE	21,2 %
Omavaraisuusaste	39,1 %
Nettovelkaantumisaste	28,4 %

Metson tunnusluvut 2013: (Metso e 2014)

Markkina-arvo 31.12.	4 649 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	34,93 €
Tilikauden alin kurssi	25,64 €
Keskikurssi	30,12 €
EPS	1,59 €
BPS	7,83 €
DPS	1,00 €

P/E-luku	19,51
Liikevoitto - %	11,0 %
ROE	19,0 %
ROCE	18,6 %
Omavaraisuusaste	36,9 %
Nettovelkaantumisaste	41,6 %

Metson tunnusluvut 2014: (Metso e 2014)

Markkina-arvo 31.12.	3 726 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	31,97 €
Tilikauden alin kurssi	21,74 €
Keskikurssi	26,42 €
EPS	1,25 €
BPS	8,15 €
DPS	1,05 €
P/E-luku	19,89
Liikevoitto - %	9,6 %
ROE	15,7 %
ROCE	16,4 %
Omavaraisuusaste	40,5 %
Nettovelkaantumisaste	45,6 %

Valmetin tunnusluvut 2012: (Valmet c 2013)

EPS	0,51 €
Liikevoitto - %	4,6 %
ROE	9,0 %
ROCE	12 %
Omavaraisuusaste	38,0 %
Nettovelkaantumisaste	6,0 %

Valmetin tunnusluvut 2013: (Valmet d 2014)

EPS	-0,42 €
BPS	5,39 €

DPS	0,15 €
Liikevoitto - %	-2,2 %
ROE	-7,0 %
ROCE	-4,0 %
Omavaraisuusaste	41,0 %
Nettovelkaantumisaste	0,0 %

Valmetin tunnusluvut 2014: (Valmet d 2014)

Markkina-arvo 31.12.	1 532 miljoonaa euroa
Tilikauden ylin kurssi	10,37 €
Tilikauden alin kurssi	6,00 €
Keskikurssi	7,54 €
EPS	0,31 €
BPS	5,36 €
DPS	0,25 €
P/E-luku	33,2
Liikevoitto - %	2,9 %
ROE	6,0 %
ROCE	9,0 %
Omavaraisuusaste	42,0 %
Nettovelkaantumisaste	-21,0 %

3.4.2 Riskienhallinta - Metso & Valmet

Metson ja Valmetin riskit jaetaan strategisiin, toiminnallisiin, rahoitus- ja vahinkoriskeihin. Riski määritellään uhaksi, joka toteutuessaan saattavat vaikuttaa merkittävästi Metson liikevaihtoon, taloudelliseen asemaan ja tulokseen. (Metso f 2012; Valmet 2014.) Metson keskeisimmät riskit vuonna 2012 liittyivät taloudellisen epävarmuuden luomaan riskiin rahoituksen saatavuudessa sekä uusien tilauksien kysynnässä. Myös jakautumisen jälkeen vuosina 2012 ja 2013 Metso raportoi Euroalueen epävarmuuden olevan merkittävin riski. Jakautumisen ei raportoitu

aiheuttavan riskejä, eikä myöskään suhdannevaihteluista mainittu vuosikertomuksissa mitään. (Metso f 2012; Metso g 2013; Metso e 2014.)

Valmet määrittää riskit epävarmuuksiksi, jotka toteutuessaan voivat vaikuttaa joko positiivisesti tai negatiivisesti mahdollisuuksiin saavuttaa tavoitteet. Riskienhallinta tukee Valmetin strategisten ja liiketoiminnallisten tavoitteiden saavuttamista ja varmistaa toiminnan jatkuvuuden muuttuvissa olosuhteissa. Vuoden 2013 merkittävimmiksi riskeiksi Valmet tunnisti globaalin talouden syklit, yhtiön liiketoimintaosaamisen ja projektiliiketoiminnan kannattavuuden. Myös kestävään kehitykseen liittyvien riskien hallinta on keskeistä. (Valmet a 2013; Valmet c 2013.)

Valmet tehosti riskienhallintaa ensimmäisenä itsenäisenä toimintavuonnaan 2014. Se kehitti kattavan lähestymistavan parantaakseen toimitusketjunsä hallintaa ja vastuullisia hankintaprosessejaan sekä edistääkseen toimitusketjunsä läpinäkyvyyttä. Riskienhallintaa parannetaan uusien työkalujen ja prosessien avulla, sekä yhtiön vastuullisuuskriteerit sisällytetään koko arvoketjuun. Kestävän kehityksen painopisteiden esittely on oleellinen osa vuoden 2014 vuosikatsausta. Vuoden 2014 merkittävimmät riskit liittyivät talouden epävarmuuden aiheuttamaan kohonneeseen riskiin rahoituksen saatavuudesta sekä asiakkaiden investointihalukkuudesta. (Valmet b 2014; Valmet d 2014.)

Yhtiö	Vuosi	M-a M€	Ylin kurssi €	Alin kurssi €	Keski kurssi €	EPS €	BPS €	DPS €	P/E- luku	Liike- voitto- %	ROE %	ROI %	OVA %	NVA %
Sievi Cap.	2011	119	3,15	1,85	2,53	-0,50	1,53	0,06	-37	0,1 ¹	-1,9	-6,9	95,1	-58,6
	2012	56	1,65	0,88	1,16	0,08	1,55	-	11,2	0,7 ¹	5,3	6,9	96,1	-64,5
	2013	67	1,20	0,94	1,06	0,00	1,50	-	neg.	-0,7 ¹	0,0	0,7	96,3	-52
Scan- fil	2011	-	-	-	-	0,11	1,20	-	-	4,3	9,7	9,5	53,6	1,9
	2012	47	1,10	0,60	0,76	0,10	1,30	0,04	8,3	4,5	7,9	8,1	57,7	-2,4
	2013	78	1,47	0,82	1,11	0,14	1,39	0,05	9,5	6,3	10,6	11,4	64,1	-12,2
YIT	2012	1853	17,25	11,87	14,90	1,13	8,02	0,75	13,1	10,0	15,0	10,9	32,5	73,9 ²
	2013	1276	17,88	8,67	13,01	0,56	5,56	0,38	18,1	6,0	8,2	6,1	34,3	112 ²
	2014	536	10,70	4,17	7,35	0,44	4,26	0,18	9,7	5,3	9,1	6,4	29,2	130 ²
Cave- rion	2012	-	-	-	-	0,32	3,10	-	-	2,2	94,0 ³	15	32,4	-2,5 ²
	2013	1118	8,94	3,00	5,54	0,28	2,00	0,22	31,5	1,9	46,0 ³	10,3	22,2	34,6 ²
	2014	832	8,92	5,37	7,03	0,22	1,90	0,22	30,3	1,8	-19,0 ³	7,7	24,7	21,1 ²
Ahl- ström	2012	610	15,45	11,86	-	-0,44	8,50	0,63	-	2,2	0,0	2,3 ⁴	36,2	63 ²
	2013	383	14,95	7,92	-	-0,46	5,04	0,30	-	1,1	13,8	0,9 ⁴	35,2	86,0 ²
	2014	325	8,45	6,51	-	-0,22	4,65	0,30	-	-0,4	-0,8	-0,5 ⁴	34,8	79 ²
Munk- sjö	2012	-	-	-	-	-0,89	16,20	-	-	2,8	-5,1	3,9 ³	29,4	109 ²
	2013	276	6,10	4,62	-	-1,97	8,30	0,10	-	1,8	-10,8	2,8 ³	35,6	54 ²
	2014	457	9,03	5,11	-	0,14	8,10	0,25	63,9	4,5	1,8	7,3 ³	35,1	55 ²
Met- so	2012	4798	27,27	24,88	30,02	1,71	14,74	1,85	18,74	10,7	19,8	21,2 ⁴	39,1	28,4
	2013	4649	34,93	25,64	30,12	1,59	7,83	1,00	19,51	11,0	19,0	18,6 ⁴	36,9	41,6
	2014	3726	31,97	21,74	26,42	1,25	8,15	1,05	19,89	9,6	15,7	16,4 ⁴	40,5	45,6
Val- met	2012	-	-	-	-	0,51	-	-	-	4,6	9,0	12,0 ⁴	38,0	6
	2013	-	-	-	-	-0,42	5,39	0,15	-	-2,2	-7,0	-4,0 ⁴	41,0	0,0
	2014	1532	10,37	6,00	7,54	0,31	5,36	0,25	33,2	2,9	6,0	9,0 ⁴	42,0	-21

Taulukko 1 Case-yritysten tunnusluvut ennen jakautumista ja sen jälkeen

¹ Liikevoitto (M Eur)² Velkaantumisaste (%)³ Käyttöpääoman tuotto (%), Caverionilla määrä (M Eur)⁴ Sitoutuneen pääoman tuotto (%)

4 JAKAUTUMISTEN SEURAUKSET

Tässä kappaleessa analysoidaan edellisessä kappaleessa kerätty empiirinen aineisto ja esitetään tutkimuksen tulokset. Tarkoituksena on koota yhteen tärkeimmät havainnot kunkin jakautumisen osalta case-yrityksen arvon ja riskienhallinnan muutoksista jakautumisen seurauksena. Samalla myös verrataan jakautunutta yhtiötä ja vastaanottava yhtiötä keskenään ja tutkitaan, mihin suuntaan yhtiöt ovat kehittyneet jakautumisen jälkeen. Keskeisimmät tutkimustulokset on tiivistetty yhteenvetokappaleen 4.5 loppuun taulukkoon 2. Lisäksi tässä kappaleessa esitetään muut kuin tutkimusongelmien mukaiset huomioit, jotka nousivat esille tutkimusta tehtäessä.

Empiirisen osuuden aineisto kerättiin neljän pörssiyhtiön vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä, jakautumissuunnitelmista ja pörssitiedotteista. Yhtiöt ovat vuosina 2012 - 2013 jakautuneita yhtiöitä, jotka eriyttivät jonkin liiketoimintakokonaisuutensa omaksi pörssiyhtiökseen. Aineistosta kerättiin tiedot jakautumisen toteuttamistavasta, yhtiön markkinatilanteesta jakautumisen aikana, markkinaperusteisia ja muita yhtiön menestyksestä kertovia tunnuslukuja sekä tietoa jakautumisen vaikutuksista riskienhallintaan. Kerätyn aineiston perusteella vastataan tutkimusongelmaan, joka on miten jakautuminen vaikuttaa yrityksen arvoon ja riskienhallintaan. Tutkimusongelmaan vastataan alaongelmien avulla, jotka ovat 1) miten jakautuminen vaikuttaa yrityksen markkina-arvon kehitykseen ja muihin tärkeimpiin tunnuslukuihin sekä 2) miten yhtiö on riskienhallinnassaan huomionut jakautumisen aiheuttaman toimialan kaventumista mahdollisesti seuranneen korkeamman suhdanneriskin ja onko yhtiö tehnyt merkittäviä muutoksia riskienhallinnassaan jakautumisen jälkeen.

4.1 Sievi Capitalin jakautumisen vaikutukset

Sievi Capitalin jakautuminen toteutettiin osittaisjakautumisella OYL:n ja EVL:n säännösten mukaan niin, että alakonserni eriytettiin jakautumisen yhteydessä itsenäiseksi pörssiyhtiökseen. Markkinatilanne ennen jakautumista vuonna 2011 oli

heikentynyt vuodesta 2010 ja talouden epävarmuudet heijastuivat Sievi Capitalin toimintaan myös jakautumisen jälkeen vuosina 2012 ja 2013. Uuden Scanfilin osalta ensimmäinen itsenäinen kausi 2012 oli haastava. Tilanne jatkui seuraavanakin vuonna, mutta yhtiö pääsi taloudellisiin tavoitteisiinsa.

Sievi Capitalin markkinaperusteiset tunnusluvut osoittavat, että jakautumiskautena eriytyneiden yhtiöiden yhteenlaskettu markkina-arvo oli laskenut jakautumista edeltäneestä 119 miljoonasta eurosta 103 miljoonaan euroon. Seuraavana vuonna yhteenlaskettu markkina-arvo oli kuitenkin noussut selkeästi yli jakautumista edeltäneen tilanteen 145 miljoonaan euroon. Pörssikurssit osoittavat hieman erilaisia tuloksia, sillä niiden perusteella yhteenlasketut alimmat, ylimmät eivätkä keskikurssit ylitä jakautumisvuonna tai jakautumisen jälkeisenä vuonna jakautumista edeltävää tasoa.

Osakekohtaiset, sijoittajille erityisen tärkeät, tunnusluvut antoivat sellaisia tuloksia, että Sievi Capitalin luvut paranivat heti jakautumisvuonna osakekohtaisen tuloksen ja oman pääoman perusteella, mutta laskivat jälleen vuonna 2013. Scanfilin kehitys oli puolestaan maltillisesti suotuista vuonna 2013 kaikkien kolmen tunnusluvun osalta jakautumisvuoteen verrattuna. Sievi Capitalin osakekohtainen osinko ennen jakautumista 0,06 €, mutta seuraavina vuosina osinkoa ei jaettu ollenkaan. P/E-luku oli Sievi Capitalilla jakautumista edeltävänä ja sen jälkeisenä vuonna negatiivinen, kun taas jakautumisvuonna se oli 11,2, jolloin liikevoittokin oli tarkasteluvälin korkeimmalla tasolla. Scanfilin P/E-luku vuosina 2012 - 2013 puolestaan nousi 8,3:sta 9,5:een. Matala P/E-luku siis kertoo alhaisesti pörssikurssista suhteessa tulokseen, kun taas korkea luku kertoo korkeammista tulosodotuksista tulevaisuudessa. P/E-luku on kuitenkin hankala tunnusluku, sillä tuloksen ollessa heikko tunnusluku voi nousta kasvuodotuksista huolimatta.

Kannattavuuden tunnusluvut eli liikevoittoprosentti ja pääomien tuottoasteet myös osoittavat, että Sievi Capitalin jakautumisvuosi oli tunnuslukujen valossa kannattavin, kun taas Scanfililla kannattavin oli jakautumisen jälkeinen vuosi. Liikevoitto vaihteli Sievi Capitalilla 0,1 miljoonasta eurosta 0,7 miljoonaan euroon ja edelleen -0,7 miljoonaan euroon. Oman pääoman tuotto sekä sijoitetun pääoman tuotto olivat ennen jakautumista negatiivisia, mutta jakautumisvuonna selkeästi positiivisia. Kuitenkin

jakautumisen jälkeen ne tippuivat takaisin nollan tasolle. Scanfilin liikevoittoprosentti parani kokonaisuudessaan kahdella prosentilla tarkastelujaksolla 6,3 %:iin. Kuitenkaan nyrkkisäännön mukaan tyydyttävää 10 %:n liikevoittoprosenttia ei saavutettu. Oman pääoman tuotto sekä sijoitetun pääoman tuotto laskivat hieman jakautumisvuonna, mutta seuraavana vuonna ne pääsivät korkeimmalle tasolleen yli 10 %:iin.

Vakavaraisuuden tunnusluvut omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste olivat Sievi Capitalilla tarkasteluaikana erinomaisella tasolla. Sievi Capitalin omavaraisuusaste kasvoi hieman vuosittain, kun taas nettovelkaantumisaste ensin parani mutta sitten heikkeni alkuperäistä huonommalle tasolle tarkastelun aikana. Scanfilin omavaraisuus on hyvällä ja velkaantuminen erinomaisella tasolla. Scanfilin molemmat tunnusluvut parantuivat vuosittain, yhteensä vuosina 2011 - 2013 yli 10 % kummatkin.

Kun jakautuneen ja vastaanottavan yhtiön taloudellista menestystä verrataan keskenään jakautumisen jälkeen, voidaan huomata, että jakautumisvuonna 2012 jakautunut yhtiö eli Sievi Capital paransi pääsääntöisesti taloudellisia tunnuslukujaan, kun taas Scanfilin tulokset olivat hieman heikompia. Kuitenkin vuonna 2013 Scanfilin markkina-arvo tilikauden päättyessä oli 11 miljoonaa euroa suurempi kuin Sievi Capitalilla. Myös muut tunnusluvut osoittivat positiivista kehitystä Scanfililla, kun taas Sievi Capitalin luvut laskivat selkeästi edellisvuodesta. Scanfilin heikkoja lukuja heti jakautumisen jälkeen vuonna 2012 selittää erityisen haastava markkinatilanne.

Riskienhallinnassaan Sievi Capital ja Scanfil käyttävät kokonaisvaltaisen riskienhallinnan periaatteita. Ennen jakautumista yhtiön suurin riski oli taloudellisen taantuman syventyminen. Kuitenkin jakautumisen jälkeen riskienhallinta muuttui koko konsernin näkökulmasta, sillä uusi Sievi Capital on nykyään puhdas sijoitusyhtiö. Yhtiön kuvauksessakin tulee ilmi, että yhtiön tehtävä on hajauttaa riskiä. Jakautumisen jälkeen Sievi Capital korostaakin aiempaa enemmän riskienhallinnan osaamista ja sen asianmukaista toteuttamista. Jakautumisen jälkeen Sievi Capitalin suurimmat uhkat liittyvät sijoitustensa arvonalentumisiin talouden taantuman seurauksena.

Scanfil on jakautumisen jälkeen sopimusvalmistustoimintaa harjoittava yhtiö, jonka asiakkaat ovat ammattielektroniikan ja tietoliikennejärjestelmien valmistajia. Scanfil

korostaa riskienhallinnassaan ympäristönäkökohtia, ja sen merkittävimmät riskit liittyvät maailmantalouden heikkoon tilanteeseen. Kumpikaan yhtiö ei mainitse, että jakautuminen olisi voinut kasvattaa tai luoda uusia riskejä, vaikka Sievi Capital joutuikin muuttamaan merkittävästi riskienhallintaansa toimialan luonteen muututtua. Myöskään toimialan kaventumisen aiheuttamasta aiempaa suuremmat suhdanneriskistä ei mainittu mitään.

4.2 YIT:n jakautumisen vaikutukset

YIT jakautui OYL:n ja EVL:n tarkoittamalla osittaisjakautumisella siten, että kaksi sen neljästä segmentistä jaettiin omaksi pörssiyhtiökseen, joka perustettiin jakautumisen yhteydessä. Markkinatilanne ennen jakautumista oli Caverionille myöhemmin siirtyneiden toimialojen osalta haastava. Kuitenkin YIT:lle jääneillä toimialoilla toimintaympäristö oli kohtuullinen. Jakautumisen jälkeen vuonna 2013 ja 2014 talouden epävarmuudet heijastuivat myös YIT:n toimialoihin ja markkinatilanne muuttui haastavaksi. Caverionille taas vuosi 2013 oli hieman edellistä parempi toimintaympäristön perusteella, samoin vuosi 2014.

YIT:n markkina-arvo ennen jakautumista oli 1 853 miljoonaa euroa. Yhteenlaskettuna jakautumisen jälkeen YIT:n ja Caverionin markkina-arvot vuosina 2013 ja 2014 olivat 2 394 miljoonaa euroa ja 1368 euroa. Jakautumisvuonna markkina-arvot kohosivat reilusti yli jakautumista edeltäneen luvun, mutta seuraavana vuonna ne laskivat alle sen. YIT:lle markkina-arvon pudotus vuosina 2013 - 2014 oli jopa 740 miljoonaa euroa, kun Caverionilla pudotus oli 286 miljoonaa euroa. Yhteenlasketut pörssikurssit jakautumisvuonna ylittivät selkeästi jakautumista edeltäneet kurssit. Kuitenkin jakautumisen jälkeisenä vuonna YIT:n kaikki kurssit putosivat lähes puoleen jakautumisvuoden kursseista. Silloin yhteenlasketut kurssit osoittivat, että ylin kurssi oli ylempi, alin kurssi alempi ja keskipurssi alempi kuin ennen jakautumista.

Osakekohtaisista tunnusluvuista sekä YIT:n että Caverionin osalta kaikki luvut laskivat vuosittain, paitsi Caverionin osakekohtainen osinko säilyi samana vuosina 2013 - 2014. Muutoin lasku oli maltillista, mutta suurimmat muutokset olivat YIT:n vuosien 2012 -

2013 luvuissa, joissa näkyi markkinatilanteen muutoksen vaikutus. P/E-luku oli YIT:llä jakautumisvuonna korkeimmillaan, kun Caverionilla P/E-luku pysytteli yli 30:ssä jakautumisen jälkeisenäkin vuonna.

Kannattavuuden tunnusluvuista YIT:n liikevoittoprosentti laski selkeästi jakautumista edeltäneestä 10 %:sta 6 %:iin ja edelleen 5,3 %:iin. Myös Caverionilla tapahtui pientä laskua, mutta jo ennen jakautumista lähtötaso oli vain 2,2 %. YIT:n oman pääoman tuottoaste myös putosi 15 %:sta 8,2 %:iin ja sijoitetun pääoman tuotto 10,9 %:sta 6,1 %:iin vuosina 2012 - 2013. Jakautumisvuoden jälkeen kannattavuuden tunnusluvut pysyttelivät suunnilleen samoissa lukemissa. Caverionin sijoitetun pääoman tuotto laski myös kokonaisuudessaan 2012 - 2014 noin 7 %. Caverionin yksi tärkeä taloudellinen mittari on käyttöpääoman määrä. Sen lasku on yleensä tavoiteltavaa, sillä pieni käyttöpääoman määrä kertoo, että juoksevaan liiketoimintaan sitoutuu vähän varoja. Tässä tavoitteessa Caverion on saanut huimaa parannusta, sillä vuonna 2012 käyttöpääomaa oli 94 miljoonaa euroa, jakautumisvuonna 46 miljoonaa euroa ja jakautumisen jälkeen -19 miljoonaa euroa. Vakavaraisuuden luvuista omavaraisuusaste pysytteli YIT:llä tyydyttävänä, mutta velkaantumisaste kasvoi 73,9 %:sta 130 %:iin ja muuttui tyydyttävästä välttäväksi. Caverionilla omavaraisuusaste laski hieman, mutta pysytteli edelleen tyydyttävänä. Velkaantuneisuus heikentyi jonkin verran erinomaiselta hyvälle tasolle.

Kun jakautunutta yhtiötä ja irrokkia vertaillaan keskenään, voidaan huomata, että vuoden 2014 lopussa Caverionin markkina-arvo on korkeampi kuin YIT:n markkina-arvo. Myös tulevaisuuden kasvuodotuksista kertova P/E-luku on Caverionilla huomattavasti YIT:tä korkeampi. Lisäksi velkaantuminen on Caverionilla huomattavasti YIT:tä paremmalla tasolla. Muita radikaaleja eroavaisuuksia ei tunnuslukujen perusteella näytä olevan. Molempien yhtiöiden osalta jakautumista edeltävä vuosi on ollut tunnuslukujen valossa jakautumisen jälkeistä aikaa menestyksekkäämpi. Täysin päinvastaista näyttää ainoastaan Caverionin huima käyttöpääoman määrän vähentyminen.

YIT:n ja Caverionin riskienhallinnan perustana on kokonaisvaltaisen riskienhallinnan mukainen ajattelutapa ja toiminta. Yhtiöiden riskienhallinnan keskeinen riski ennen

jakautumista oli markkinatilanteen muutokseen reagoiminen. Jo vuoden 2012 vuosikertomuksessa myös kerrotaan Caverionille siirtyneiden liiketoimintojen suhdannekestävyyden parantamisesta.

Jakautumisvuonna ja sen jälkeen YIT:n merkittävimmät riskit liittyivät edelleen markkinatilanteen muutokseen. Kuitenkin YIT korosti suhdannekestävyyden parantamista uudessa organisaatorakenteessa sekä vuonna 2013 että 2014. Maantieteellisillä ja liikeideoiden välisillä eroilla pyritään siihen, että suhdanteiden vaikutus osuu liiketoiminta-alueille eri aikoina. Lisäksi vuonna 2013 jakautumisen suunnittelu ja varmistaminen olivat oleellinen osa riskienhallintaa. Caverion raportoi jakautumisvuoden sekä jakautumisen jälkeisen vuoden vuosikertomuksissa suhdannevaihteluiden aiheuttamasta riskistä ensimmäisenä merkittävimpien riskien kohdalla.

4.3 Ahlstromin jakautumisten vaikutukset

Ahlstrom irrotti kahdella eri maantieteellisellä toiminta-alueella toimineen liiketoiminnan kahdella osittaisjakautumisella jakautumisen yhteydessä perustettuun uuteen pörssiyhtiöön. Ahlstromin jakautumiset poikkeavat muista case-tutkimuksen jakautumisista, sillä Ahlstromin jakautumisten perimmäinen tarkoitus oli fuusioitua ruotsalaisen pitkään toiminnassa olleen saman toimialan yhtiön kanssa. Jakautumiset toteutettiin OYL:n ja EVL:n jakautumissäännösten mukaisina. Ahlstromin sekä Munksjö Ab:n toimintaympäristö ennen jakautumista vuonna 2012 oli haastava. Ahlstromin toimintaympäristö oli vuonna 2013 edelleen vaimea, mutta seuraavana vuonna osittain jo hyvä. Munksjön toimintaympäristössä ei tapahtunut suuria muutoksia jakautumisvuonna, mutta vuonna 2014 toimintaympäristö oli Ahlstromin tapaan jo valoisampi.

Ahlstromin markkina-arvo oli jakautumisia edeltävän vuoden päättyessä 610 miljoonaa euroa. Ahlstromin ja Munksjön yhteenlasketut markkina-arvot jakautumisvuonna olivat 659 miljoonaa euroa sekä jakautumisen jälkeisenä vuonna 782 miljoonaa euroa, eli ne ylittivät jakautumista edeltäneen markkina-arvon määrän. Kuitenkin pitää ottaa

huomioon, että Munksjö ei koostu pelkästään Ahlstromin vanhoista liiketoiminnoista, vaan niihin yhdistettiin toinen osakeyhtiö Munksjö Ab. Osakekursseista Ahlstromin ja Munksjön yhteenlasketut ylimmät ja alimmat kurssit ylittivät selkeästi jakautumista edeltäneet kurssit. Ahlstromilla jakautumisen jälkeisenä vuonna markkina-arvo ja laskivat jakautumisvuoden tasosta, mutta Munksjöllä molemmat, etenkin markkina-arvo, nousivat huomattavasti.

Osakekohtaisissa tunnusluvuissa oli paljon vaihtelua. Yhtiöiden osakekohtaiset tulokset olivat muutoin hieman negatiivisia, paitsi Munksjö pääsi positiiviseen murtolukuun vuonna 2014. Osakekohtaiset pääomat laskivat molemmilla yhtiöillä reilusti jakautumisvuonna ja hieman edelleen seuraavanakin vuonna. Ahlstromilla osakekohtainen osinko laski puoleen jakautumisvuonna, kun taas Munksjöllä luku hieman kasvoi jakautumisen jälkeisenä vuonna. Helsingin pörssin yhtiöiden keskimääräinen P/E-luku vuosina 2001 - 2010 oli 16, joten Munksjön P/E-luku 63,9 vuonna 2014 oli todella korkea.

Kannattavuuden tunnusluvuista liikevoittoprosentit olivat Ahlstromilla ja Munksjöllä melko samat, noin 1 - 3 %:n suuruiset, vuosina 2012 ja 2013. Seuraavana vuonna Munksjö kuitenkin paransi tunnusluvun 4,5 %:iin, mutta Ahlstromilla se laski negatiiviseksi -0,4 %:iin. Oman pääoman tuotto oli Ahlstromilla selkeästi parhaalla tasolla jakautumisvuonna, kun muuten se oli nollassa. Munksjöllä tunnusluku oli valmiiksi vuonna 2012 negatiivinen ja huonontui vuonna 2013 entisestään, mutta vuonna 2014 se nousi positiiviseksi 1,8 %:iin. Ahlstromin sitoutuneen pääoman tuottoasteet olivat alhaisia ja heikkenivät vuosittain lopulta negatiiviseksi. Munksjön käyttöpääoman tuottoaste laski hieman jakautumisvuonna mutta sitten nousi korkeimmalle tasolleen 7,3 %:iin. Käyttöpääoman tuotossa yleensä pyritään mahdollisimman alhaiseen lukuun, eli Munksjön käyttöpääoman tuotto kehittyi lopulta huonompaa suuntaan.

Vakavaraisuuden tunnusluvuista omavaraisuusaste pysytteli Ahlstromilla noin 35 %:n tyydyttävällä tasolla. Munksjö paransi lukua myös 35 %:n tasolle jakautumisvuonna. Ahlstromin velkaantumisaste nousi ensin huimasti 23 %:a ja laski sitten hieman takaisin päin noin 80 %:iin. Munksjö sai pudotettua velkaantuneisuutta 109 %:sta 54 %:iin

hyvälle tasolle jakautumisvuonna ja luku pysytteli suunnilleen samana jakautumisen jälkeen.

Jakautuneen yhtiön ja vastaanottaneen yhtiön vertailussa voidaan huomata, että jakautumisen jälkeisenä vuonna 2014 Munksjön markkina-arvo on kasvanut paljon ja ylittää Ahlstromin markkina-arvon 132 miljoonalla eurolla. Myös Munksjön P/E-arvo on todella korkea, tosin vertailuarvoa Ahlstromille ei ole ilmoitettu. Kannattavuus oli jakautuneella yhtiöllä heikkoa jakautumisen jälkeen, kun taas Munksjö paransi suurinta osaa kannattavuuden luvuista. Vakavaraisuuden luvut olivat molemmilla yhtiöllä jakautumisen hyvällä tasolla. Suurin muutos oli Munksjön velkaantuneisuuden suuri noin 60 %:n pudotus.

Ahlstrom ja Munksjö määrittivät riskin yksipuolisen määritelmän mukaisesti. Riskienhallinta on myös näissä yhtiöissä integroitu osaksi muita toimintoja, mutta kokonaisvaltaista riskienhallintaa ei muuten korostettu. Suurimmat riskit liittyivät yhtiöillä taloudellisen ympäristön epävarmuuteen. Ahlstrom raportoi vuonna 2012, että toimialan suhdannevaihtelut ovat yleensä melko pieniä. Keskeinen riskienhallinnan kohde on kuitenkin ollut Ahlstromilla läpi tarkastelujakson kysynnän odottamattomaan laskuun valmistautuminen. Munksjö merkittävin operatiivinen riski vuosina 2013 ja 2014 oli suhdannevaihtelut, joita hallitaan erityisesti toiminnan laaja-alaisuudella. Munksjö mainitsi myös liiketoimintojen yhdistämiseen liittyvät riskit merkittävimpien riskien joukossa.

4.4 Metson jakautumisen vaikutukset

Metso jakautui OYL:n ja EVL:n tarkoittamien jakautumissäännösten mukaisesti 31.12.2013 siten, että sen yksi liiketoimintakokonaisuus siirtyi jakautumisessa perustetulle uudelle pörssiyhtiölle. Markkinatilanne ennen jakautumista oli haastava, mutta kehitys jatkui kuitenkin hyvänä. Jakautumisvuonna haastava markkinatilanne vaikutti Metson kysyntään. Edelleen jakautumisen jälkeen vuonna 2014 Metson markkinatilanne oli haastava. Uuden Valmetin markkinatilanne parantui vuoteen 2013 verrattuna.

Vuonna 2012 Metson markkina-arvo oli 4 798 miljoonaa euroa. Jakautumispäivänä ja samalla tilikauden 2013 viimeisenä päivänä Metson markkina-arvo oli 4649 miljoonaa euroa. Jakautumisesta vuoden kuluttua Metson ja Valmetin yhteenlasketut markkina-arvot olivat 5 258 miljoonaa euroa eli selkeästi yli jakautumista edeltäneen arvon. Metson tilikauden 2013 ylin kurssi oli selkeästi korkeampi kuin edellisen vuoden ja myös alin kurssi sekä keskipurssi olivat aiempaa vuotta hieman korkeampia. Jakautumisen jälkeen vuonna 2014 Metson kurssit olivat melkein edellisten vuosien tasolla ja yhteenlaskettuna Valmetin kurssien kanssa selkeästi yli jakautumista edeltävien kurssien.

Osakekohtaiset tunnusluvut Metsolla laskivat vuonna 2013 vuoden 2012 tasosta. Myös Valmetin osakekohtainen tulos laski negatiiviseksi samaan aikaan. Jakautumisen jälkeen vuonna 2014 Metson osakekohtainen tulos laski edelleen, mutta osakekohtainen oma pääoma ja osinko nousivat. Myös Valmetin osakekohtainen tulos parani vuonna 2014 takaisin positiiviseksi, ja osakekohtainen osinko parani hieman, mutta osakekohtainen oma pääoma laski hieman. Metson P/E-luku nousi vuosittain ja oli vuonna 2014 lähellä lukua 20. Valmetin vuoden 2014 P/E-luku oli 33,2.

Kannattavuuden tunnusluvuista liikevoittoprosentti, oman pääoman tuottoaste sekä sitoutuneen pääoman tuottoaste laskivat Metsolla kumpanakin vuonna vähän. Valmetin liikevoittoprosentti oli lähtökohtaisesti vuonna 2012 4,6 %, ja se laski negatiiviseksi vuonna 2013. Kuitenkin jakautumisen jälkeen luku nousi 2,9 %:iin. Valmetilla myös oman pääoman tuottoaste sekä sitoutuneen pääoman tuottoaste laskivat vuonna 2013 selkeästi negatiivisiksi, mutta jakautumisen jälkeisenä vuonna luvut palautuivat positiivisiksi, mutta eivät kuitenkaan takaisin vuoden 2012 tasolle.

Vakavaraisuuden tunnusluvut heikkenivät Metsolla jakautumisvuonna, mutta Valmetilla luvut paranivat. Jakautumisen jälkeisenä vuonna Metson velkaantuminen lisääntyi hieman, mutta pysyi edelleen hyvänä. Metson omavaraisuusaste nousi yli 40 %:iin erinomaiselle tasolle. Valmetin velkaantumisaste laski vuoden 2013 nollatasosta -21 %:iin ja omavaraisuusaste nousi hieman 42 %:iin.

Jakautuneen yhtiön ja vastaanottaneen yhtiön markkina-arvoja vertailtaessa jakautuneen yhtiön markkina-arvo on pysynyt yli 2,5 -kertaisena jakautumisen jälkeen vastaanottaneeseen yhtiöön verrattuna. Kuitenkin Valmetin P/E-luku on 70 % Metsoa korkeampi, eli Valmetilla on Metsoa korkeammat tuotto-odotukset tulevaisuudessa. Kannattavuus tippui Metsoilla edelleen jakautumisen jälkeen, mutta Valmet sai nostettua lukujaan jakautumisvuodesta. Vakavaraisuudessa suurin muutos oli Valmetin velkaantumistasen kokonaispudotus -27 %:a reilusti negatiiviseksi.

Metso määrittää riskin yksipuolisen käsitteen mukaan uhaksi yhtiön taloudellisille vaatimuksille. Valmet määrittää riskin kaksipuoleisen määritelmän mukaan, eli riski voi aiheuttaa negatiivisen tapahtuman realisoitumatta positiivisen tapahtuman. Katsauskausien aikana Metson ja Valmetin merkittävimmät riskit liittyivät maailmantalouden epävarmuuteen. Valmet aloitti riskienhallinnan uudistamisen ja tehostamisen jakautumisen jälkeen. Kuitenkaan jakautumisen ei raportoitu aiheuttavan merkittäviä riskejä, eikä suhdannevaihteluiden kasvamisesta jakautumisen seurauksena mainittu mitään.

4.5 Yhteenveto tuloksista

Tässä kappaleessa on koottu taulukkoon 2 tutkimuksen tärkeimmät tulokset. Tarkastelun kohteeksi on otettu se, miten jakautumisvuosi ja jakautumisen jälkeinen vuosi ovat kehittyneet valittujen tutkimustietojen valossa verrattuna jakautumista edeltäneeseen vuoteen. Ensin huomioidaan, onko markkinatilanne muuttunut negatiiviseen tai positiiviseen suuntaan jakautumista edeltäneeseen tilanteeseen verrattuna vai onko se pysynyt muuttumattomana. Esimerkiksi, jos yrityksen kaikkina tarkasteluvuosina markkinatilanne on ollut heikko, taulukkoon on merkitty, ettei ole ollut merkittävää muutosta, eli (+/-).

Markkina-arvoa on arvioitu taulukossa sillä perusteella, että onko jakautunut ja vastaanottava yhtiö yhdessä jakautumisen jälkeen arvokkaampi tai arvottomampi kuin jakautumista ennen. Markkinaperusteisista tunnusluvuista on otettu tähän tarkasteluun osakekohtainen tulos (EPS), sillä se on erityisesti sijoittajia kiinnostava tunnusluku ja

kertoo parhaiten yrityksen menestyksestä. Kannattavuutta arvioidaan liikevoittoprosentin perusteella, sillä se on hyvin saatavilla case-yrityksistä ja laskentakaava on yksinkertainen. Vakavaraisuutta arvioidaan nettovelkaantumisasteen (NVA) tai velkaantumisasteen (VA) perusteella, sillä kaikkien yhtiöiden omavaraisuusasteet ovat olleet koko tarkastelun hyvin vakaita. Tunnuslukujen osalta on merkitty positiivinen kehitys (+) tai negatiivinen kehitys (-), jos muutos on ollut yli viisi prosenttia jakautumista edeltäneeseen vuoteen suhteutettuna.

Riskienhallinnan osalta tutkimus keskittyy siihen, miten aiempaa suurempi suhdanneriski on huomioitu ja miten yrityksen riskienhallintaa on uudistettu tai tehostettu jakautumisen seurauksena. Tähän taulukkoon on koottu tulokset vain siltä osin, että onko vuosikertomuksissa raportoitu jotain, eli kyllä / ei -vastauksina.

Yritys	Vuosi	Markkina-tilanne	Markkina-arvo	EPS	Liikevoitto-%	NVA/VA	Suhdanneriskin huomiointi	Riskienhallinnan tehostaminen
Sievi	2012	+/-	-	+/-	+	+	ei	kyllä
	2013	+/-	+	+/-	-	-		
Scanfil	2012	+/-	-	-	+	+	ei	ei
	2013	+/-	+	+	+	+		
YIT	2013	-	+	-	-	-	kyllä	kyllä
	2014	-	-	-	-	-		
Caverion	2013	+	+	-	-	-	kyllä	kyllä
	2014	+	-	-	-	-		
Ahlstrom	2013	+/-	+	+/-	-	-	kyllä	kyllä
	2014	+	+	+	-	-		
Munksjö	2013	+/-	+	-	-	+	kyllä	kyllä
	2014	+	+	+	+	+		
Metso	2013	-	-	-	+/-	-	ei	ei
	2014	-	+	-	-	-		
Valmet	2013	-	-	-	-	+	ei	kyllä
	2014	+	+	-	-	+		

Taulukko 2 Yhteenveto case-yritysten tärkeimmistä tutkimustuloksista

Taulukosta ilmenee, että jakautuneen ja vastaanottaneen yhtiön jakautumisen jälkeiset yhteenlasketut markkina-arvot ovat olleet korkeammalla kuin jakautumista ennen ainakin joko heti jakautumisvuonna tai sen jälkeen. Lisäksi Ahlstromin jakautumisessa markkina-arvot ovat olleet korkeammalla molempina vuosina. Markkina-arvon valossa jakautuminen on siis voinut vaikuttaa positiiviseen kehitykseen jakautumisen jälkeen.

Osakekohtaiset tulokset ovat kuitenkin kehittyneet pääsääntöisesti hieman negatiivisesti. Ainoastaan Scanfilin, Ahlstromin ja Munksjön osalta kehitys on ollut positiivista jakautumisen jälkeisenä vuonna.

Liikevoittoprosenttien valossa kannattavuus on pääsääntöisesti heikentynyt case-yrityksissä. Ne myös näyttävät mukailevan sijoitetun pääoman ja sitoutuneen pääoman tuottoprosenttien mukaisia tuloksia. Ainoastaan Scanfilin osalta kannattavuus on parantunut molempina vuosina. Sievin jakautumisvuoden ja Munksjön jakautumisen jälkeisen vuoden kannattavuudet myös paranivat. Velkaantumisasteita puolestaan olivat parantaneet molempina vuosina Valmet, Munksjö ja Scanfil sekä jakautumisvuonna Sievi.

Jakautumisen aiheuttama aiempaa suurempi suhdanneriski huomioitiin jakautuneen ja vastaanottaneen yhtiön vuosikertomuksissa YIT:n ja Ahlstromin jakautumisissa. Näihin jakautumisiin osallistuneiden yhtiöiden lisäksi Sievi Capital sekä Valmet raportoivat riskienhallinnan tehostamisesta ja mittavista uudistuksista jakautumisen jälkeen, vaikka niiden ei varsinaisesti kerrottu liittyvän jakautumiseen tai aiempaa suurempaa suhdanneriskiiin. Ainoastaan Scanfilin ja Metson osalta ei ollut havaittavissa muutoksia tai tehostamista riskienhallinnassa jakautumisen jälkeen.

Munksjön ja Scanfilin jakautumisen jälkeiset tilikaudet olivat ainoat tarkastelukaudet, jolloin kaikki taloudelliset tiedot olivat kehittyneet positiivisesti, ja Munksjön vuosikertomuksissa huomioitiin molemmat riskienhallintaan liittyvät kysymykset. Munksjön markkinatilanne vaikuttaa asiaan, sillä se oli kehittynyt suotuisasti jakautumista edeltäneestä vuodesta 2012. Markkinatilanteen vaikutuksen pystyi huomaamaan tunnuslukujen kehityksestä, paitsi Caverionin vuosikertomuksessa 2014 kerrottiin aiempaa suotuisammasta markkinakehityksestä, mutta kaikki taloudelliset luvut laskivat jakautumista edeltäneestä ajasta.

Lisäksi tärkeimpiä muita huomioita taulukon 1 perusteella ovat markkina-arvojen ja P/E-lukujen osoittamat tulokset jakautunutta ja vastaanottavaa yhtiötä vertailtaessa. Markkina-arvoja vertailtaessa käy ilmi, että jakautumisvuonna jakautuneen yhtiön markkina-arvo on uuden yhtiön markkina-arvoa korkeampi, mutta heti jakautumisen

jälkeisen vuoden päättyessä uuden perustetun yhtiön markkina-arvo ylittää jakautuneen yhtiön markkina-arvon kaikissa paitsi Metson jakautumisessa. Myös Metson tilanne voisi olla eri vuoden 2015 päättyessä, sillä Valmet listautui pörssiin vasta vuoden 2014 alussa. Myös P/E-lukuja vertailtaessa jakautumisessa syntyneen uuden yhtiön P/E-luku oli jakautumisen jälkeisenä vuonna selkeästi korkeampi kuin jakautuneen yhtiön P/E-luku. Markkina-arvon ja P/E-lukujen perusteella vaikuttaakin siltä, että jakautumisen jälkeen vastaanottaneen yhtiön tulevaisuuden kasvuodotukset ovat jakautunutta yhtiötä korkeampia. Tosin teoriassa esitetyn mukaisesti P/E-luku nousee ilman kasvuodotuksiakin, jos tulos on ollut heikko, joten se ei aina kerro totuutta kasvuodotuksista.

4.6 Muita huomioita aineistosta

Kuten tutkimuksen alussa mainittiin, kvalitatiivista tutkimusta tehtäessä tulee ottaa myös aineistosta pinnalle nousevat muut kuin tutkimusongelmiin vastaavat tulokset huomioon. Kaikki vastaanottavat yhtiöt olivat tässä tutkimuksessa perustettuja yhtiöitä, vaikka ne olisivat voineet olla myös OYL:n ja EVL:n uusien säännösten mukaan toimivia yhtiöitä. Samoin kaikissa jakautumisissa osakkeenomistajille annettiin jakautumisvastikkeena jakautuneen yhtiön osakkeita, vaikka OYL:n ja EVL:n mukaan olisi ollut mahdollista antaa vastikkeena myös rahaa.

Teoriassa esitetyn mukaisesti jakautumiselle täytyy olla liiketaloudellinen syy, jotta jakautumista ei katsota veronkierroksi. Jakautumissuunnitelmissa jakautumisen tarkoituksena oli muissa tapauksissa itse jakautumisen toteuttaminen, eli varojen ja velkojen siirto toiseen yhtiöön, paitsi Ahlstromin jakautumisissa. Niissä perimmäinen tarkoitus oli mahdollistaa sulautuminen ruotsalaisen Munksjö Ab:n kanssa. Tämä oli hyvä esimerkki siitä, kuinka yritysjärjestelyistä voi olla hyötyä yritykselle peräkkäisinä sarjatoimina. Syiksi jakautumisille Ahlstromin jakautumissuunnitelmissa mainittiin uusien osakkeiden antaminen Munksjö Ab:n osakkaille, suunnatun osakeannin järjestäminen sekä varojen ja velkojen siirto Munksjö Oyj:hin. Muiden jakautumisten syyt liittyivät teoriassa esitellyn mukaisesti rakenteiden, johtamisen ja rahoituksen

selkiyttämiseen, strategioiden tehokkaampaan kehittämiseen, läpinäkyvyyden parantamiseen ja osakkeenomistajien sijoitusten arvonnousuun pitkällä aikavälillä.

Vuosikertomuksista esille nousi myös se, että kaikki yritykset raportoivat tärkeimmiksi taloudellisiksi tavoitteiksi kasvun sekä kannattavuuden, jotka pitäisikin olla teoriassa kaikkien yritysten päätavoitteina. Kasvua ei haluta tehdä kannattavuuden kustannuksella, vaan kasvun täytyy syntyä kannattavan liiketoiminnan mahdollistamana. Näin ollen yritykset ovat määrittäneet tärkeimmiksi tunnusluvuiksi erilaiset kannattavuuden tunnusluvut, kuten sijoitetun pääoman tuoton, sitoutuneen pääoman tuoton sekä käyttöpääoman tuoton.

Case-tutkimuksen pörssiyhtiöiden vuosikertomuksiin perehtyessä esille nousi toistuvasti termi megatrendit. Jokaisen pörssiyhtiön kolmen vuoden vuosikertomuksista megatrendit mainittiin vähintään yhdessä vuosikertomuksessa, paitsi sijoitusyhtiö Sievi Capitalin vuosikertomuksissa. Megatrendien kuvailtiin olevan yritysten kysyntään pitkällä aikavälillä vaikuttavia tekijöitä. Ne toimivat yritysten strategioiden toteuttamisen ajureina ja mahdollistavat suotuisat kysyntänäkymät pitkällä aikavälillä. Megatrendit synnyttävät uusia tarpeita, ja yhtiöt pyrkivät hyödyntämään niitä tuotteidensa ja palveluidensa differoinnilla. Megatrendeiksi mainittiin esimerkiksi globalisaatio, ilmastomuutoksen hallinta ja kestävä kehitys, energiatehokkuus, biotalous, elintason kasvu, väestön ikääntyminen sekä teknologian kasvu. Esimerkiksi YIT ottaa kaupungistumisen ja globalisaation megatrendit huomioon uusien asuinalueiden ja liikenneväylien rakentamisella lähelle muuttovaltaisia kaupunkeja sekä perhekoon pientymisen pienten ja tehokkaiden asuntojen rakentamisella (YIT c 2013).

Vuosikertomusten raportoinnin käyttäminen riskienhallinnan tutkimusvälineenä on perusteltua, sillä teoreettisessa osiossa esitetyn tutkimuksen mukaan vuosikertomukset ovat pörssiyhtiöiden pääasiallinen riskitiedonannon lähde. Riskienhallinta vaikuttaa olevan case-yrityksissä hyvin perusteellista ja laajamittaista, mikä osaltaan johtuu pörssiyhtiöiden riskienhallinnalle asetetuista erityisistä vaatimuksista ja suosituksista. Riski määritettiin pääsääntöisesti teoreettisessa viitekehyksessä esitetyn yksipuolisen määritelmän mukaisena, mutta Valmet käyttää harvinaisempaa kaksipuoleista riskin

määritelmää. Lisäksi kokonaisvaltainen riskienhallinta vaikuttaa olevan muodissa ja erityisen selkeästi siihen viittasivat Sievi ja Scanfil sekä YIT ja Caverion. Kaikkien yhtiöiden merkittävimmät riskit tarkastelukausina liittyivät yleiseen talouden epävarmuuteen ja maailmantalouden kasvun hidastumiseen. Uutena riskienhallinnan tavoitteena on oppikirjojen mukaan riskienhallinnan jalkauttaminen yhtiön jokapäiväiseen toimintaan, mikä näytti hyvin vastaavan case-yritysten riskienhallintatapaa. Erillisiä organisaatioita ei enää riskienhallinnalle ole, vaan se on jaettu kaikkiin yhtiön osiin.

Case-yritysten vuosikertomuksissa on riskienhallinnan osion lisäksi omia osioita kestäväälle kehitykselle, vastuullisuudelle tai ympäristövastuulle. Kaikki yhtiöt viittasivat vuosikertomuksissaan siihen, että yksityiskohtaisempaa tietoa yhtiöiden riskeistä ja vastuullisuudesta on löydettävissä joko yhtiön internet-sivuilla corporate governance -raporteista tai muista vastuullisuusraporteista, -kertomuksista ja -tiedotteista. Vuosikertomusten riskienhallinnan yksi merkittävä ja paljon korostettu riskilaji oli ympäristöriskit. Kaikki yhtiöt ottivat ympäristönäkökohtiin kantaa, paitsi Sievi Capital, sillä se on puhdas sijoitusyhtiö jakautumisen jälkeen.

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Pörssiyhtiöiden jakautumiset ovat olleet 2000-luvulla muodissa, ja monialayhtiöiden synergiaetujen sijaan on alettu korostaa strategian fokusointia, sen kautta syntyvää yhtiön parempaa läpinäkyvyyttä ja sijoittajien valinnanvapautta. Usein jakautuminen tuo esiin yhtiöistä kyvykkyyksiä, joita monialayhtiöissä ei näy ulospäin. Jakautumisten negatiivisena puolena on toimialan kaventuessa kasvava suhdanneherkkyys. Sijoittajat kuitenkin yleensä arvostavat jakautumisesta aiheutuvia hyötyjä enemmän kuin pienempää suhdanneriskiä, joten jakautumiset on usein palkittu markkina-arvon kasvulla. Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli tutkia pörssiyhtiöiden jakautumisten vaikutuksia yrityksen arvon kehityksessä sekä riskienhallinnassa kvalitatiivisena case-tutkimuksena. Tutkimusongelma jaettiin alaongelmiin, jotka olivat jakautumisen vaikutukset yrityksen markkina-arvoon ja muihin yrityksen arvosta kertoviin tunnuslukuihin sekä jakautumisen aiheuttama aiempaa suurempi suhdanneriski sekä riskienhallinnan muutokset. Tutkimuksen toisessa kappaleessa kerrottiin yrityksen jakautumisista, yrityksen arvon määrittämisestä, tunnusluvuista sekä riskienhallinnasta alan ammattikirjallisuuden perusteella empiirisen tutkimuksen tueksi.

Empiirisen osion case-yrityksiksi valittiin Helsingin Pörssissä jakautuneet yhtiöt vuosina 2012 - 2013, joita oli neljä kappaletta. Jakautuneet ja uudet yhtiöt ovat Sievi Capital & Scanfil, YIT & Caverion, Ahlstrom & Munksjö ja Metso & Valmet. Aineisto kerättiin jakautuneiden ja vastaanottaneiden yhtiöiden vuosikertomuksista, tilinpäätöksistä, jakautumissuunnitelmista ja pörssitiedotteista tilikaudelta juuri ennen jakautumista, jakautumiskaudelta ja sitä seuraavalta kaudelta. Jakautumista edeltävä vuosikertomus oli jakautuneille yhtiöille vielä yhteinen, mutta siirtyvien toimintojen osalta oli saatavilla vertailutietoina carve out -tilinpäätöksiä. Kaikki neljä jakautumista toteutettiin osittaisjakautumisina ja ne toteutettiin siirtämällä varoja ja velkoja yhteen uuteen jakautumisessa perustettuun vastaanottavaan yhtiöön. Kaikissa jakautumisissa sovellettiin osakeyhtiölain ja elinkeinoverolain säädöksiä, jotka mahdollistivat jakautumiset ilman välittömiä veroseuraamuksia. Seuraavaksi esitetään tärkeimmät tulokset ja johtopäätökset sekä tarkastellaan tutkimuksen luotettavuutta ja jatkotutkimusaiheita.

5.1 Tärkeimmät tulokset ja johtopäätökset

Yrityksen arvoa tutkittiin case-yritysten markkina-arvon, markkinaperusteisten tunnuslukujen ja kannattavuuden sekä vakavaraisuuden tunnuslukujen avulla. Näistä tärkein mittari on kuitenkin markkina-arvo. Ensimmäisenä case-tutkimuksessa tarkasteltiin Sievi Capital jakautumista, jossa syntyi Scanfil. Jakautumisen jälkeen uusien yritysten yhteenlaskettu markkina-arvo oli jakautumisvuoden päättyessä noin 16 % alhaisempi kuin ennen jakautumista. Kuitenkin jakautumisen jälkeisen tilikauden päättyessä yhteenlaskettu markkina-arvo oli noin 22 % jakautumista edeltävää tilikauden päätöstä korkeampi. Toisena jakautumisena tutkittiin Caverionin irtautumista YIT:stä. Jakautumisvuoden yhteenlaskettu markkina-arvo oli 29 % korkeampi kuin jakautumista edeltävän tilikauden lopun arvo. Jakautumisen jälkeisen kauden päätöksessä yhteenlaskettu markkina-arvo oli laskenut jakautumista edeltävästä arvosta 26 %. Ahlstromin ja Munksjön jakautumisessa markkina-arvo oli noussut 8 % jakautumisvuonna ja 28 % jakautumisen jälkeisenä vuonna jakautumista edeltäneeseen aikaan verrattuna. Metson ja Valmetin jakautumisessa on mahdollista verrata vain jakautumisen jälkeistä tilikautta jakautumista edeltäneeseen kauteen, sillä Valmet listautui pörssiin vasta vuoden 2014 puolella. Yhteenlaskettu markkina-arvo oli lähes 10 % alkuperäistä korkeampi.

Tilikauden päätöksen markkina-arvo kertoo vain kyseisen päivän arvon ja monet muut asiat voivat vaikuttaa sen muutoksiin jakautumisen lisäksi. Erityisesti sen hetkinen markkinatilanne ja kysyntä tulee huomioida tuloksia tulkitessa. Yleinen talouden epävarmuus näkyi kaikissa case-yrityksissä vähintään jonkin verran kokonaistarkastelujakson 2011 - 2014 aikana. Erityisesti jakautuneet yhtiöt YIT ja Metso raportoivat heikon markkinatilanteen vaikutuksista kysynnän laskuun jakautumisen aikana ja sen jälkeen. Kuitenkin niiden irrokut Caverion ja Valmet raportoivat jakautumisen jälkeen, että kysyntä oli jo paranemassa. Sievin ja Ahlstromin jakautumisten aikaisessa markkinatilanteessa ei tapahtunut suuria muutoksia.

Tämän tutkimuksen case-yritysten osalta jakautumisvuoden päättyessä markkina-arvo nousi Ahlstromilla ja Munksjöllä 8 % sekä YIT:llä ja Caverionilla 29 %. Sievillä ja Scanfililla markkina-arvo laski 16 %. Jakautumisen jälkeisen vuoden päätöksessä

yhteenlasketut markkina-arvot olivat nousseet muissa jakautumisissa noin 10 % - 28 %, paitsi YIT:n jakautumisessa laskenut 26 %. Lasku johtui erityisesti YIT:n heikkenneestä taloustilanteesta ja merkittävästä 2,4 -kertaisesta markkina-arvon laskusta jakautumisvuoteen verrattuna. Yleisestä taloudellisesta taantumasta ja joidenkin case-yritysten kysynnän laskusta huolimatta markkina-arvon perusteella jakautuminen on nostanut kaikkien jakautuneiden yhtiöiden arvoa osakkeenomistajien silmissä joko heti jakautumisvuonna tai viimeistään jakautumisen jälkeisenä vuonna.

Muiden tärkeimpien tunnuslukujen osalta case-yritysten markkinaperusteiset luvut, sekä kannattavuuden ja vakavaraisuuden luvut ovat Sievin, Scanfilin ja Munksjön osalta kokonaisuutena arvioituna parantuneet ja muiden yritysten osalta heikentyneet tarkastelujakson aikana (taulukko 2). Yritysten raportoima markkina-tilanne näkyi selkeästi tunnuslukujen samansuuntaisena kehityksenä, paitsi Caverionilla. Myös näiden merkittävimpien tunnuslukujen perusteella, markkina-arvon lisäksi, vaikuttaa siltä, että irrokkit ovat menestyneet emoyhtiöitä suotuisammin.

Huomioitava seikka on myös se, että muissa jakautumisissa irtautuneen yhtiön markkina-arvo ylittää emoyhtiön markkina-arvon jo jakautumisen jälkeisenä vuonna, paitsi Metson tapauksessa, vaikka irtautuneet yhtiöt ovat yleensä huomattavasti pienempiä kuin jakautunut emoyhtiö. Myös irtautuneiden yhtiöiden P/E-luvut ovat jakautumisen jälkeen huomattavasti korkeampia kuin emoyhtiön P/E-luvut. Vaikuttaa siltä, että jakautuminen on nähty hyvänä asiana erityisesti irtautuneen yhtiön osalta, ja niillä nähdään olevan paljon kasvupotentiaalia. Teoriaosiossa mainittiin, että jakautumisen negatiivisena puolena voi olla irtautuneen yhtiön vähäinen houkuttelevuus sijoittajien silmissä, sillä pienemmät yhtiöt eivät kiinnosta sijoittajia yhtä paljon kuin suuret yhtiöt. Tämä jakautumisen negatiivinen puoli ei vaikuttaisi toteutuvan kyseisissä case-yrityksissä.

Sijoittajat asettavat yrityksille sisäisiä vaatimuksia yrityksen riskien suuruudesta, johon sisältyy myös suhdanneriskin määrä. Jos kaksi yhtiötä on samanarvoisia, mutta toisessa on paljon suuremmat riskit, sijoittaja valitsee vähempiriskisen yhtiön sijoituksen kohteekseen. Tämän vuoksi yritykset joutuvat raportoinnissaan ottamaan kantaa riskienhallinnan tasoon ja siinä tapahtuviin merkittäviin muutoksiin. Kun yhtiö jakaa

jonkin liiketoimintakokonaisuuden irralliseksi yhtiöksi, kummatkin uudet yhtiöt ovat yleensä aiempaa suhdanneherkempiä liiketoiminnan kaventumisen seurauksena. Jakautumisissa arvon kasvun ja riskin lisääntymisen kulkiessa käsi kädessä tässä tutkimuksessa haluttiin tutkia yrityksen arvon kehityksen rinnalla yhtiöiden raportointia riskienhallinnan muutoksista jakautumisen seurauksena.

Kaikki yhtiöt raportoivat tarkastelujaksolla merkittävimiksi riskeiksi yleisen taloudellisen epävarmuuden aiheuttamat riskit, kuten kysynnän laskun ja asiakasyritysten heikentyvän taloustilanteen. Suhdanneriski voi olla aina yrityksen merkittävä riski, vaikka jakautumista ei olisikaan toteutettu. Kuitenkin tutkimuksen case-yritykset ovat suuria pörssiyrityksiä, jotka ovat muokanneet strategiansa sellaiseksi, että suhdanneriski on mahdollisimman pieni. Tutkimuksessa haluttiin selvittää, ovatko case-yritykset ottaneet kantaa suhdanneriskiin nimenomaan jakautumisen aiheuttamana. YIT:n ja Ahlstromin jakautumisten seurauksena jakautunut ja vastaanottanut yhtiö raportoivat riskienhallintakeinoista kasvaneen suhdanneriskin varalle. Keinoina olivat toiminnan laaja-alaisuus, suhdannevakaiden toimialojen osuuden kasvattaminen, kysynnän laskuun varautuminen sekä maantieteellisten alueiden ja liikeideoiden väliset erot.

Voi olla, että Sievi Capitalin ja Metson jakautumisten yhteydessä on otettu suhdanneriski huomioon, mutta sitä ei ole pidetty niin merkittävä, että siitä olisi raportoitu vuosikertomuksissa. Toinen vaihtoehto on, että Sievin ja Metson jakautumisten ei todettu millään tavalla lisäävän yritysten suhdanneriskiä. Kuitenkin Sievi Capitalin ollessa nykyään pelkkä sijoitusyhtiö, se on tehnyt suuria muutoksia riskienhallinnassaan ja ottanut yhdeksi päätehtäväkseen riskienhallinnan hajauttamisen. Vaikuttaakin siltä, ettei Sievi Capitalin jakautumisen yhteydessä vain ole selkeästi ilmaistu, että riskienhallinnan uudistus on seurausta nimenomaan jakautumisen aiheuttamalle suhdanneriskin kasvulle. Myös Valmet aloitti irtaantumisensa jälkeen riskienhallinnan tehostamisen ja uudistamisen, vaikka muutoksien ei kerrottu liittyvän suhdanneriskiin. Tässäkin voi olla kyse siitä, että yhtiö ei vain raportoinut, että uudistuksia tehtiin nimenomaan jakautumisen aiheuttaman toimialan kaventumisen takia.

Jakautumisen aiheuttamista uusista riskeistä raportoivat YIT sekä Munksjö. Myös muut yhtiöt ovat voineet raportoida jakautumisen aiheuttamista riskeistä muissa riskienhallinnan raporteissaan kuin vuosikertomuksissaan. Ne eivät ehkä ole nousseet kuitenkaan merkittävimiksi riskeiksi, joten ne ovat jääneet vuosikertomusten ulkopuolelle. Kokonaisuudessaan voisi todeta, että case-yrityksissä riskienhallintaan on panostettu aiempaa enemmän jakautumisen jälkeen. Yhtiö on joko raportoinut aiempaa suuremmasta suhdanneriskistä ja tehnyt toimenpiteitä sen varalle tai edes toinen jakautumisen osapuolina olleista yrityksistä on aloittanut merkittävien muutosten toteuttamisen riskienhallinnassaan jakautumisen jälkeen.

Megatrendit oli vuosikertomuksissa toistuva termi, jolla perusteltiin tulevaisuuden hyviä kasvunäkymiä ja strategian yhä parempaa toteutumista tulevaisuudessa. Vaikuttaakin siltä, että kun markkinatilanne on yhtiöillä heikko ja taloudellisia tavoitteita ei saavuteta, niin vuosikertomuksissa halutaan korostaa pitkän aikavälin kehitystä ja kasvupotentiaalia. Sillä yritetään ehkä kompensoida lyhyen aikavälin heikkoa kehitystä ja taloudellisia näkymiä. Kiinnostavaa on myös se, että osittaisjakautumiset ovat ilmeisesti kokonaisjakautumisia houkuttelevampia nyt, kun jakautumista sääntelevä lainsäädäntö osakeyhtiölain ja elinkeinoverolain osalta on yhtenäistetty,. Tämä johtuu varmasti osaltaan siitä, että harvoin on tarpeellista purkaa jakautuvaa yhtiötä, vaan osa liiketoiminnasta voi rakenneuudistuksen jälkeen jatkaa samalla nimellä, yritystunnuksella ja toiminnalla aiempaa yhtiötä.

Yhteenvetona voisi todeta, että vaikka case-yritykset ovat olleet melko haastavassa markkinatilanteessa jakautumisten aikana, sijoittajat ovat palkinneet jakautumisen markkina-arvon nousuna, vaikka muut tunnusluvut eivät olisikaan tuoneet suurta menestystä. Case-yritysten osalta voidaan sanoa, että sijoittajat arvostavat enemmän toiminnan läpinäkyvyyttä ja fokusoitua strategiaa kuin suhdanteiden vakautta, sillä markkina-arvot nousivat jakautumisten seurauksena. Markkina-arvon nousu vastaa teoriassa esitettyjä amerikkalaistutkimusten tuloksia jakautumisten vaikutuksista yrityksen arvoon sekä myös esimerkiksi Kauppalehden (2015) analysointia kotimaisista jakautumisista, jonka mukaan uudet yhtiöt ovat keskimäärin arvoltaan 1,48 -kertaisia jakautumishetkeen verrattuna. Tämä tutkimus siis vahvistaa käsitystä siitä, että

markkina-arvon perusteella tarkasteltuna jakautuminen vaikuttaa positiivisesti yrityksen arvon kehitykseen ainakin lyhyellä aikavälillä.

Riskienhallintaan on keskitytty aiempaa tarkemmin ja suhdanneriskin kasvu on otettu huomioon kahdessa neljästä case-jakautumisesta. Myös kahdessa muussa jakautumisessa toinen jakautuneista yhtiöistä on aloittanut riskienhallinnan uudistamisen. Näyttää myös siltä, että uudet pörssilistatut yhtiöt ovat sijoittajien silmissä todella potentiaalisia sijoituskohteita. Riskienhallintaan jakautuminen vaikuttaa tämän tutkimuksen valossa niin, että suhdanneriskin kasvu voi aiheuttaa tarvetta tehostamiselle tai riskienhallintaa on syytä kokonaisuudessaan muuttaa ja parantaa jakautumisen jälkeen, vaikkei tarve välttämättä johtuisi kasvaneesta suhdanneriskistä.

5.2 Tutkimuksen rajoitteet

Tutkimuksiin liittyy aina rajoitteita, jotka tulee ottaa huomioon tuloksien analyysin merkitystä esitettäessä. Erityisenä haasteena tässä tutkimuksessa on erottaa nimenomaan jakautumisen synnyttämät vaikutukset muista mahdollisista yhtiöiden kehitykseen vaikuttavista seikoista. Markkinat eivät koskaan ole täysin neutraalissa tilassa ja yhtiöillä voi olla satunnaisia tulo- tai menoeriä, jotka saattavat jakautumisvuonna vaikuttaa tunnuslukuihin merkittävästi. Tämän vuoksi tutkimuksessa on perehdytty yhtiön markkinatilanteeseen tarkastelujaksolla sekä muihin mahdollisesti yhtiön menestykseen vaikuttaviin seikkoihin. Tutkimukseen valittiin tarkastelujaksoksi sellainen ajankohta, että yhteiskunnan taloudellinen tilanne on ollut yrityksille mahdollisimman tasavertainen ja stabiili. Tietenkin case-yritysten toimiessa eri toimialoilla, markkinatilanteet vaihtelevat eri aikoina ja suhdanteet vaikuttavat toisiin toimialoihin yleisesti enemmän kuin toisiin. Kaikki tämän tutkimuksen case-yritykset toimivat melko samantyyllisillä teollisilla aloilla, joihin suhdanteet vaikuttavat suhteellisen voimakkaasti. Täysin erityyppinen yhtiö on ainoastaan jakautumisen jälkeen Sievi Capital, joka on nykyään pelkkä sijoitusyhtiö, jolla ei ole tuotantotoimintaa.

Yksi merkittävä tutkimuksen luotettavuuteen ja vertailtavuuteen vaikuttava asia on yhtiöiden julkaisemat raportit jakautumisen ajalta. Tärkeämpiä tietoja jakautumisesta sijoittajille ovat yhtiöiden vertailukelpoiset tilinpäätökset. Tilikausien välistä vertailukelpoisuutta lisää se, että case-yritykset pyrkivät tuottamaan sijoittajille mahdollisimman läpinäkyvää ja vertailukelpoista tietoa. Ne raportoivat niin sanottuja carve out -tilinpäätöksiä jakautumista edeltävältä tilikaudelta, jotka on laadittu noudattamaan ajallisesti yhtiön normaalia tilikautta ja jotka sisältävät jakautumisen jälkeisen rakenteen mukaiset tiedot. Lisäksi vertailukelpoisia tunnuslukuja raportoidaan yleensä vielä pidemmältä ajalta. Näiden tietojen saatavuus parantaa huomattavasti tutkimuksen luotettavuutta. Kuitenkin carve out -tietoja raportoidaan vain irtautuneen liiketoiminnon synnyttämän yhtiön osalta. Jakautuneen yhtiön taloudellisissa tiedoissa on yleensä saatavilla ainakin osa tunnusluvuista jatkuvien toimintojen osalta, jotka eivät sisällä pois jaettuja eriä. Kuitenkaan kaikkia tunnuslukuja ei yleensä ole saatavilla jatkuvien toimintojen osalta, joten jakautuneiden yhtiöiden taloudelliset tiedot eivät ole yhtä hyvin vertailukelpoisia tilikausien välillä kuin vastaanottaneiden yhtiöiden tiedot.

Vaikka samalle tunnusluvulle on olemassa monta eri laskentatapaa, tietyn yhtiön tilikausien välistä vertailukelpoisuutta parantaa myös se, että yritykset noudattavat valittua laskentakaavaa kaudesta toiseen, jotta sijoittajat pystyvät vertailemaan kausia keskenään mahdollisimman hyvin. Tässä tutkimuksessa ei ole oleellista se, mikä case-jakautumisista on ollut onnistunein, vaan se, miten jakautuminen on vaikuttanut yrityksiin. Yritysten välisillä eri laskentakaavojen käytöllä ei ole kovin suurta merkitystä, sillä jakautumisia ei vertailla toisiinsa, vaan vertailussa keskitytään kunkin jakautumisen tilikausien väliseen kehitykseen.

Lisäksi tutkimuksissa tulee ottaa kantaa tutkimuksen validiteettiin ja reliabiliteettiin, jotka vaikuttavat tutkimuksen luotettavuuteen. Validiteetilla tarkoitetaan tutkimusmenetelmien kykyä mitata sitä, mitä on tarkoitus mitata. (Hirsjärvi ym. 2009, 231.) Tämän tutkimuksen validiteettia parantaa se, että tutkimusaineistoon on paneuduttu syvällisesti ja kaikki tärkeimmät havainnot myös tutkimusongelman ulkopuolelta on kuvattu ja analysoitu mahdollisimman tarkasti. Myös tutkimusongelman, aineiston, tutkimusmenetelmien ja tulkintojen huolellinen harkitseminen ja yhteensopivuus parantavat tutkimuksen luotettavuutta. Lisäksi tässä

kappaleessa aiemmin mainitut tutkimuksen haasteet ja rajoitteet on kerrottu avoimesti. Tutkimustuloksia ei voida kuitenkaan yleistää käsittämään kaikkien pörssiyhtiöiden jakautumisten vaikutuksia yrityksen arvon ja riskienhallinnan kehitykseen, sillä otos on vain neljän yhtiön kokoinen. Jos jakautumisia tulisi Helsingin Pörssiin niin paljon, että luotettava kvantitatiivinen tutkimus oli mahdollinen, tulosten yleistäminen voisi olla mahdollista.

Reliabiliteetilla puolestaan tarkoitetaan kykyä saada samat tulokset toistamalla sama tutkimus (Hirsjärvi ym. 2009, 231.). Tämän tutkimuksen ollessa kvalitatiivinen, tutkijan subjektiiviset piirteet voivat osaltaan vaikuttaa siihen, mitä kaikkia asioita aineistosta pidetään tärkeinä ja nostetaan esille. Kuitenkin tutkimusongelmien kannalta tärkeimpiin aiheisiin eli case-yritysten markkina-arvoon, tunnuslukuihin ja riskienhallinnasta raportoimiseen saataisiin varmasti samanlaiset tulokset tutkimus toistettaessa, sillä pääasiallisesti vuosikertomuksista ja tilinpäätöksistä numeerista ja sanallista aineistoa kerätessä ei jää suurta tulkinnanvaraisuutta tuloksille.

5.3 Jatkotutkimuksen aiheet

Tämä tutkimus on herättänyt useita jatkotutkimuksen aiheita. Jos jakautumisia toteutettaisiin Helsingin Pörssissä jatkossa paljon, kvantitatiivinen tutkimus antaisi varmasti paljon kiinnostavia tuloksia jakautumisten vaikutuksista jakautuneisiin yhtiöihin. Helsingin Pörssin suppean koon vuoksi tähän voi mennä todella kauan aikaa, ennen kuin luotettavan kvantitatiivisen tutkimuksen toteuttaminen on mahdollista. Tähän mennessä osakeyhtiölain mukaisia jakautumisia on nähty Helsingin Pörssissä vasta yksitoista kappaletta. Uusin jakautuminen on Elektrobit Oyj:n osittaisjakautuminen, jossa kesäkuussa 2015 syntyi uusi pörssiyhtiö Bittium Oyj (Bittium 2015).

Jatkossa olisi kiinnostavaa tehdä tutkimusta siitä, onko osittaisjakautuminen uusi pääasiallinen jakautumistapa. Tämän tekee mielenkiintoiseksi se, että alun perin lainsäädäntö on tehty kokonaisjakautumisia varten, ja sen säännöksiä on laajennettu koskemaan osittaisjakautumisia. Osittaisjakautumiset ovat olleet EVL:n mukaan

mahdollisia vasta vuodesta 2007 alkaen. Tämän vuoksi vielä vuosina 2004 - 2006 neljä Helsingin Pörssissä nähtyä pörssiyhtiön jakautumista toteutettiin kahdella kokonaisjakautumisella, yhdellä lisäosingolla ja yhdellä osakekaupalla. Osakeyhtiölakiuudistuksen myötä vuonna 2006 tuli mahdolliseksi toteuttaa jakautuminen perustettavan yhtiön lisäksi jo toimivaan yhtiöön, mutta tätä mahdollisuutta ei käytetty yhdessäkään case-jakautumisessa.

Olisi kiinnostavaa myös tutkia jakautumisia pidemmällä aikavälillä, sillä usein jakautumisten perusteenakin mainitaan osakkeenomistajien sijoitusten arvonnousu pitkällä aikavälillä. Tämän tutkimuksen perusteella vaikutti siltä, että uuden yhtiön potentiaali tulevaisuudessa nähdään jakautunutta yhtiötä suuremmaksi. Jatkotutkimuksessa voitaisiin tutkia, onko tämä sijoittajien muodostama käsitys realisoitunut. Pitkällä aikavälillä olisi mahdollista tarkkailla yrityksen arvon kehitystä pidemmän ajan kuluttua, joka kertoisi enemmän todellisesta arvonnoususta, sillä lyhyen aikavälin markkina-arvon heilahtelut eivät tarkoita siltä, että todellisuudessa yhtiön arvo olisi kasvanut. Vielä tällä hetkellä ei voida sanoa enempää case-yhtiöiden menestyksestä pidemmällä aikavälillä jakautumisen jälkeen, sillä jakautumisista on kulunut niin vähän aikaa. Toisaalta pitkän aikavälin tarkastelussa suhdanteet, kilpailutilanteen muutokset, yhtiön strategian muutokset ja kaikki muut yhtiön kehitykseen vaikuttavat tekijät ovat vielä vaikeampi tai ehkä lähes mahdoton erottaa jakautumisen vaikutuksesta sen hetkiseen yrityksen arvoon.

LÄHTEET

Kirjallisuus:

- Alasuutari, P. 2011. *Laadullinen tutkimus 2.0*. 4. painos. Tampere: Vastapaino.
- Alhola, K., & Lauslahti, S. 2005. *Taloutta johtamista varten: Esimiehille ja asiantuntijoille*. Helsinki: Edita.
- Andersson, E., & Penttilä, S. 2014. *Elinkeinoverolain kommentaari*. 14 painos. Helsinki: Talentum.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. 2008. Quality versus quantity: The case of forward-looking disclosure. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(3), 333 - 375.
- Blummé, N. 2005. *Corporate governance sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan näkökulmasta*. Helsinki: Edita.
- Blummé, N. & Pitkänen, T. & Raunio, M. & Äärilä, L. 2001. *Yritystoiminnan uudelleenjärjestely*. Helsinki: KHT-Media Oy.
- Feldman, E. R., Gilson, S. C., & Villalonga, B. 2014. Do analysts add value when they most can? evidence from corporate spin-offs. *Strategic Management Journal*, 35(10), 1446 - 1463.
- Healey, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405 - 440.
- Hidén, P. 2002. *Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu*. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Hirsjärvi, S., Remes, P., & Sajavaara, P. 2009. *Tutki ja kirjoita*. 15 painos. Helsinki: Tammi.
- Honkamäki, T., & Pennanen, M. (2010). *Yritysjärjestelyjen käsikirja: Kirjanpito, verotus ja yhtiöoikeus*. Helsinki: WSOYpro.
- Ilmonen, I. 2013. *Johda riskejä: Käytännön opas yrityksen riskienhallintaan*. Helsinki: Finanssi- ja vakuutuskustannus Finva.
- Immonen, R. 2007. *Velkoja-asemasta osakeyhtiön jakautuessa kokonaan tai osittain*. Julkaistu: Edilex.
- Immonen, R. 2015. *Yritysjärjestelyt*. 6. painos. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Järvenoja, M. 2007. *Yritysjärjestelyjen verotus*. 2. painos. Helsinki: WSOYpro.
- Juvonen, M. 2014. *Yrityksen riskienhallinta*. Helsinki: Finanssi ja vakuutuskustannus

Oy FINVA.

- Kallonen, T. 2014. *Pörssiyritysten riskitiedonanto teollisuustuotteiden ja -palveluiden toimialalla vuosina 2007 - 2012*. Tampere: Tampereen yliopisto.
- Kallunki, J. 2014. *Tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Talentum.
- Kallunki, J., & Niemelä, J. E. 2007. *Uusi yrityksen arvonmääritys*. 4. painos. Helsinki: Talentum.
- Kallunki, J-P., Martikainen, M. & Niemelä, J. 2007. *Ammattimainen sijoittaminen*. Helsinki: Talentum Media Oy.
- Kellas, S. 2010. *Osakeyhtiölaki 2010*. Helsinki: KPMG.
- Kinnunen, J., Laitinen, E., Laitinen, T. & Leppiniemi, J. & Puttonen, V. 2009. *Avain laskentatoimeen ja rahoitukseen*. Helsinki: KY-Palvelu Oy.
- Knüpfer, S., & Puttonen, V. 2014. *Moderni rahoitus*. 7. painos. Helsinki: Talentum.
- Kukkonen, M., & Walden, R. 2010. *Elinkeinoverolaki käytännössä*. 2. painos Helsinki: WSOYPro.
- Kuusela, H., & Ollikainen, R. 2005. *Riskit ja riskienhallinta*. Tampere: Tampere University Press.
- Laitinen, E. K. 2002. *Strateginen tilinpäätösanalyysi: Perinteisestä analyysistä yrityksen arvon määrittämiseen*. Helsinki: Kauppakaari.
- Lauriala, J. 2004. *Pääomasijoittaminen*. Helsinki: Edita Publishing Oy.
- Martikainen, M. & Martikainen, T. 2006. *Rahoituksen perusteet*. 6. painos. Helsinki: WSOY Oppimateriaalit Oy.
- Miihkinen, A. 2012. What drives quality of firm risk disclosure?: The impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. *International Journal of Accounting*, 47(4), 437 - 468.
- Neilimo, K., & Näsi, J. 1980. *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede: Tutkimus positivismiin soveltamisesta*. Tampere: Tampereen yliopisto.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2000. *Yritysrahoitus*. Helsinki: Oy Edita Ab
- Ossa, J. 2013. *Tuloverolaki käytännössä*. Helsinki: Sanoma Pro.
- Paavola, U., Torppa, P. & Lumijärvi, O-P. 1997. *Miten lisätä yrityksen arvoa*. Helsinki: Werner Söderström Osakeyhtiö.
- Puranen, P. 1999. Jakautumisen yhtiöoikeudellinen sääntely. *Tilintarkastus-Revision*

7/99, 502 - 507.

Reiner, P. & Torres, A. 2002. Is it time to spin off? *The McKinsey Quarterly*, 1, 10.

Saario, S. 2008. *Saarion sijoituskirja: Miten sijoitan pörssiosakkeisiin?* 2. painos. Helsinki: WSOYpro Oy.

Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. 2004. Do spin-offs really create value? The european case. *Journal of Banking & Finance*, 28 (5)

Veld, C. & Veld-Merkoulova, Y. 2009. Value creation through spin-offs: A review of the empirical evidence. *International Journal of Management Reviews*, 11 (4), 407 - 420.

Villa, S. 2001. *Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet*. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.

Virallislähteet:

HE 177/1995, Hallituksen esitys yritysjärjestelyjä koskevien elinkeinotulon verottamisesta annetun lain ja eräiden muiden lakien säännösten muuttamisesta.

HE 89/1996, Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 109/2005, Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 247/2006, Hallituksen esitys Eduskunnalle eräitä yritysjärjestelyjä koskeviksi muutoksiksi verolainsäädäntöön. 3.11.2006.

HE 185/2013, Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi tuloverolain, elinkeinotulon verottamisesta annetun lain sekä eräiden muiden verolakien muuttamisesta.

Laki elinkeinotulon verottamisesta 24.6.1968/360.

Oikeusministeriö 7.7.2000. Muistio: Osakeyhtiölain uudistaminen – tavoitteena kilpailukykyisempi yhtiöoikeus.

Osakeyhtiölaki 29.9.1978/734.

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.

TaVM 1996/24, Talousvaliokunnan mietintö 4.12.1996: Hallituksen esitys laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

Tuloverolaki 30.12.1992/1535.

Verohallinto. Syventävät vero-ohjeet: Arvopaperien luovutusvoittojen verotus.

82/891/ETY, kuudes neuvoston direktiivi, annettu 17.12.1982, Euroopan Yhteisöjen virallinen lehti 17, 41 - 42

Internet-lähteet:

Arvopaperi

- a) *“NASDAQ OMX Helsinki Oy – listalta poistuneet yhtiöt 1982 – 2013-06”*.
Arvopaperin www-sivut. <http://www.arvopaperi.fi/multimedia/archive/00107/Helsingin_p_rssi_li_107408a.pdf>. Luettu 19.10.2015.
(Lähdeviite: Arvopaperi a 2013).
- b) *“Helsinkiin ehkä uusi pörssiyhtiö”*. Arvopaperin www-sivut.
<<http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/helsinkiin+ehka+uusi+porssiyhtio++neo+industrial+irrottaa+avilonin/a829530?service=mobile>>. Luettu 19.10.2015.
(Lähdeviite: Arvopaperi b 2015).
- c) *“Kemiran Omistaja maksaa taas”*. Arvopaperin www-sivut.
<<http://www.arvopaperi.fi/lehti/uusin/kemiran+omistaja+maksaa+taas/a378803>>. Luettu 19.10.2015. (Lähdeviite: Arvopaperi c 2010).
- d) *“Pörssiyhtiön jakautumisessa vältettävä raha- ja roskakasan syntymistä”*.
Arvopaperin www-sivut. <<http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/apraati+porssiyhtion+jakautumisessa+valtettava+raha+ja+roskakasan+syntymista/a909455?service=mobile&page=2>>. Luettu 16.10.2015.
(Lähdeviite: Arvopaperi d 2013).

Asianajajaliitto

“Yrityskauppa yhtenä vaihtoehtona sukupolvenvaihdoksissa”.
Asianajajaliiton www-sivu. <http://www.asianajajaliitto.fi/asianajopalvelut/tarvitsetko_asianajajan/yrityskauppa_sukupolvenvaihdoksissa>
Luettu 7.12.2015. (Lähdeviite: Asianajajaliitto 2013)

Balance Consulting

“Tunnuslukuopas”. Balance Consultingin www-sivut.
<<http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut>>. Luettu 13.11.2015.
(Lähdeviite: Balance Consulting)

Bittium Oyj

“Jakautumissuunnitelma”. Bittiumin www-sivut.
<http://www.bittium.com/download/933/jakautumissuunnitelma_liitteineen/pdf>. Luettu 4.12.2015. (Lähdeviite: Bittium 2015)

Lakiasiantoimisto Jari Sotka

“Osakekauppa vai liiketoimintakauppa”. Lakiasiantoimisto Jari Sotkan www-sivut.
<<http://www.jarisotka.fi/node/22>>. Luettu 28.10.2015.
(Lähdeviite: Lakiasiantoimisto Jari Sotka)

Kauppalehti

“Pörssiyhtiöiden jakautumiset onnistuivat -analyysi”. Kauppalehden www-sivut.

<<http://blog.kauppalehti.fi/80-plus-paivassa-osakesijoittajaksi/porssiyhtioiden-jakautumiset-onnistuivat-analyysi>> Luettu 16.10.2015.
(Lähdeviite: Kauppalehti 2015)

Minilex

"Rahoituksen lisääminen – maksullinen osakeanti". Minilexin www-sivut.
<<http://www.minilex.fi/a/rahoituksen-lis%C3%A4%C3%A4minen-maksullinen-osakeanti>>. Luettu 28.10.2015. (Lähdeviite: Minilex 2015)

Nordnet

"Uudet pörssiyhtiöt jakautumisen varassa". Nordnetin www-sivut.
<<http://www.nordnetblogi.fi/11684/19/06/2013/>>. Luettu 21.10.2015.
(Lähdeviite: Nordnet 2013)

Pörssisäätiö

- a) *"Katseet Kemirassa ja Tikkurilassa"*. Pörssisäätiön www-sivu.
<<http://www.porssisaatio.fi/blog/2010/03/17/katseet-kemirassa-ja-tikkurilassa/>>. Luettu 17.10.2015. (Lähdeviite: Pörssisäätiö a 2010)
- b) *"Jakautuminen lisää omistaja-arvoa"*. Pörssisäätiön www-sivu.
<<http://www.porssisaatio.fi/blog/2013/03/11/jakautuminen-lisaa-omistaja-arvoa/>>. Luettu 16.10.2015. (Lähdeviite: Pörssisäätiö b 2013)

Talouselämä

- a) *"Helsingin pörssiin tulee uusi yhtiö"*. Talouselämän www-sivut.
<<http://www.talouselama.fi/uutiset/helsingin-porssiin-tulee-uusi-yhtio-3471871>>. Luettu 7.12.2015. (Lähdeviite: Talouselämä a 2015)
- b) *"Jakautuminen on in, monialaisuus out"*. Talouselämän www-sivu.
<<http://www.talouselama.fi/uutiset/jakautuminen-on-in-monialaisuus-out-3396383>>. Luettu 7.12.2015. (Lähdeviite: Talouselämä b 2005)

Taloustaito

"Annit 2004-2014, 35 pörssiyhtiötä". Taloustaidon www-sivut.
<<http://www.taloustaito.fi/Sijoitukset/Osakeannit-ja-luovutusvoitto/Annit-2004-2014-35-porssiyhtiota/>>. Luettu 19.10.2015. (Lähdeviite: Taloustaito 2014)

Tilisanomat

"Jakautuminen verotuksessa". Tilisanomien www-sivut.
<<http://tilisanomat.fi/content/jakautuminen-verotuksessa>>. Luettu 19.10.2015.
(Lähdeviite: Tilisanomat 2006)

LIITE 1: OYL 17:3 Jakautumissuunnitelma

Jakautumiseen osallistuvien yhtiöiden hallitusten on laadittava kirjallinen jakautumissuunnitelma, joka on päivättävä ja allekirjoitettava.

Jakautumissuunnitelmassa on oltava:

1. jakautumiseen osallistuvien yhtiöiden toiminimet, yritys- ja yhteisötunnukset tai vastaavat yksilöintitiedot sekä kotipaikat
2. selvitys jakautumisen syistä
3. jakautumisessa toimivaan yhtiöön ehdotus mahdollisesta vastaanottavan yhtiön yhtiöjärjestyksen muutoksesta sekä jakautumisessa perustettavaan yhtiöön ehdotus perustettavan yhtiön yhtiöjärjestyksestä ja siitä, miten perustettavan yhtiön toimitelinten jäsenet valitaan
4. jakautumisessa toimivaan yhtiöön ehdotus jakautumisvastikkeena mahdollisesti annettavien osakkeiden lukumäärästä osakelajeittain ja siitä, annetaanko uusia vai yhtiön hallussa olevia omia osakkeita, sekä jakautumisessa perustettavaan yhtiöön ehdotus vastaanottavan yhtiön osakkeiden lukumäärästä osakelajeittain
5. ehdotus mahdollisesta muusta jakautumisvastikkeesta ja, jos vastike on optio-oikeuksia tai muita osakkeisiin oikeuttavia erityisiä oikeuksia, niiden OYL 10:3:n mukaiset ehdot
6. ehdotus jakautumisvastikkeen jakautumisesta, vastikkeen antamisen ajankohdasta ja muista vastikkeen antamiseen liittyvistä ehdoista sekä selvitys näiden perusteista
7. selvitys tai ehdotus jakautuvan yhtiön optio-oikeuden ja muun osakkeisiin oikeuttavan erityisen oikeuden haltijan oikeuksista jakautumisessa
8. jakautumisessa toimivaan yhtiöön ehdotus vastaanottavan yhtiön mahdollisesta osakepääoman korotuksesta sekä jakautumisessa perustettavaan yhtiöön ehdotus vastaanottavan yhtiön osakepääomasta
9. selvitys jakautuvan yhtiön varoista, veloista ja omasta pääomasta ja niiden arvostamiseen vaikuttavista seikoista sekä ehdotus jakautuvan yhtiön varojen ja velkojen jakamisesta kullekin jakautumiseen osallistuvalle yhtiölle, jakautumisen suunnitellusta vaikutuksesta vastaanottavan yhtiön taseeseen sekä jakautumiseen sovellettavista kirjanpidollisista menetelmistä
10. ehdotus osakepääoman alentamisesta varojen jakamiseksi vastaanottavalle yhtiölle tai osakkeenomistajille, varojen siirtämiseksi vapaan oman pääoman rahastoon tai käyttämisestä sellaisen tappion välittömään kattamiseen, johon vapaa oma pääoma ei riitä
11. ehdotus jakautumiseen osallistuvien yhtiöiden oikeudesta päättää muista kuin tavanomaiseen liiketoimintaan kuuluvista järjestelyistä, jotka vaikuttavat niiden oman pääoman tai osakkeiden määrään
12. selvitys pääomalainoista, joiden velkojat voivat OYL 6:n mukaisesti vastustaa jakautumista
13. selvitys jakautuvan yhtiön ja sen tytäryhteisöjen omistamien vastaanottavan yhtiön ja sen emoyhtiön osakkeiden lukumäärästä sekä jakautumiseen osallistuvien yhtiöiden omistamien jakautuvan yhtiön osakkeiden lukumäärästä
14. selvitys jakautumiseen osallistuvien yhtiöiden omaisuuden kohdistuvista yritysliikennelaita tarkoitetuista yritysliikennelaita

15. selvitys tai ehdotus jakautumiseen osallistuvan yhtiön hallintoneuvoston ja hallituksen jäsenelle, toimitusjohtajalle, tilintarkastajalle ja jakautumissuunnitelmasta lausunnon antavalle tilintarkastajalle annettavista erityisistä eduista ja oikeuksista
16. ehdotus jakautumisen täytäntöönpanon suunnitellusta rekisteröintiajankohdasta
17. ehdotus mahdolliseksi muiksi jakautumisen ehdoiksi.

Jos kaikki jakautumiseen osallistuvien yhtiöiden osakkeenomistajat suostuvat tai jakautumisessa perustettaviin yhtiöihin jokaisen vastaanottavan yhtiön kaikki osakkeet annetaan jakautumisvastikkeena jakautuvan yhtiön osakkeenomistajille heidän omistustensa suhteessa, jakautumissuunnitelmassa ei tarvitse olla selvitystä jakautumisen syistä eikä 2 momentin 6 kohdassa tarkoitetuista perusteista.

LIITE 2: Case-tutkimuksen aineisto

Ahlstrom

- a) ”Vuosikertomus 2012”. Ahlstromin www-sivut.
<<http://www.ahlstrom.com/globalassets/files/publications/vuosikertomus-2012.pdf>>. Luettu 11.11.2015. (Lähdeviite: Ahlstrom a 2012)
- b) ”Pörssitiedote 11.9.2012”. Ahlstromin www-sivut.
<<http://www.ahlstrom.com/fi/Media/tiedotteet/porssitiedotteet/2012/Ahlstromin-vuosikertomus-2011-julkaistu/>>. Luettu 11.11.2015.
(Lähdeviite: Ahlstrom b 2012)
- c) ”Jakautumissuunnitelma (1) 2012”. Ahlstromin www-sivut.
<<http://hugin.info/132525/R/1640177/527983.pdf>>. Luettu 11.11.2015.
(Lähdeviite: Ahlstrom c 2012)
- d) ”Jakautumissuunnitelma (2) 2012”. Ahlstromin www-sivut.
<<http://hugin.info/132525/R/1640177/527984.pdf>>. Luettu 11.11.2015.
(Lähdeviite: Ahlstrom d 2012)
- e) ”Pörssitiedote 17.12.2013”. Ahlstromin www-sivut.
<<http://www.ahlstrom.com/fi/Media/tiedotteet/porssitiedotteet/2013/Paivitys-Ahlstrom-Oyjn-ja-Munksjo-Oyjn-osakkeiden-hankintamenon-maarittamiseen-Suomen-tuloverotuksessa--/>>. Luettu 11.11.2015.
(Lähdeviite: Ahlstrom e 2013)
- f) ”Vuosikertomus Tarina 2013”. Ahlstromin www-sivut.
<<http://www.ahlstrom.com/globalassets/files/publications/vuosikertomus-2013-tarina.pdf>>. Luettu 11.11.2015. (Lähdeviite: Ahlstrom f 2013)
- g) ”Vuosikertomus Vuosikirja 2014”. Ahlstromin www-sivut.
<<http://www.ahlstrom.com/globalassets/files/publications/vuosikertomus-2014-vuosikirja.pdf>>. Luettu 11.11.2015. (Lähdeviite: Ahlstrom g 2014)
- h) ”Vuosikertomus Tilinpäätös 2013”. Ahlstromin www-sivut.
<<http://www.ahlstrom.com/globalassets/files/publications/vuosikertomus-2013-tilinpaatos.pdf>>. Luettu 11.11.2015. (Lähdeviite: Ahlstrom h 2013)
- i) ”Vuosikertomus Tilinpäätös 2014”. Ahlstromin www-sivut.
<<http://www.ahlstrom.com/globalassets/files/publications/vuosikertomus-2014-tilinpaatos.pdf>>. Luettu 11.11.2015. (Lähdeviite: Ahlstrom i 2014)

Caverion

- a) ”Vuosikertomus 2013”. Caverionin www-sivut.
<<http://www.caverion.fi/docs/default-source/investors-docs/publications/annual-report-docs/2013/fi/vuosikertomus-2013.pdf?sfvrsn=2>>. Luettu 16.11.2015.
(Lähdeviite: Caverion a 2013)
- b) ”Vuosikertomus 2014”. Caverionin www-sivut.
<<http://www.caverion.fi/docs/default-source/investors-docs/publications/annual-report-docs/2014/fi/caverion-vuosikertomus-2014.pdf?sfvrsn=2>>. Luettu 16.11.2015. (Lähdeviite: Caverion b 2014)
- c) ”Tilinpäätös 2014”. Caverionin www-sivut.
<http://www.caverion.fi/docs/default-source/investors-docs/publications/annual-report-docs/2014/fi/caverion_2014_tilinpaatos.pdf?sfvrsn=2>. Luettu 16.11.2015. (Lähdeviite: Caverion c 2014)

Metso

- a) ”Vuosikertomus 2012”. Metson www-sivut.
http://www.metso.com/reports/2012/assets/files/PDF/download_center/metso_annual_review_2012_finnish.pdf. Luettu 12.11.2015.
 (Lähdeviite: Metso a 2012)
- b) ”Vuosikertomus 2013”. Metson www-sivut.
http://www.metso.com/reports/2013/kooste_suomeksi/. Luettu 12.11.2015.
 (Lähdeviite: Metso c 2013)
- c) ”Jakautumissuunnitelma”. Metson www-sivut.
<http://hugin.info/3017/R/1706158/676150.pdf>. Luettu 12.11.2015.
 (Lähdeviite: Metso b 2013)
- d) ”Vuosiesite 2014”. Metson www-sivut.
http://www.metso.com/reports/2014/download_center/. Luettu 12.11.2015.
 (Lähdeviite: Metso d 2014)
- e) ”Tilinpäätös 2014”. Metson www-sivut.
http://www.metso.com/reports/2014/kooste_suomeksi/. Luettu 12.11.2015.
 (Lähdeviite: Metso e 2014)
- f) ”Tilinpäätös 2012”. Metson www-sivut.
http://www.metso.com/reports/2012/assets/files/PDF/download_center/metso_financial_statements_2012_finnish.pdf. Luettu 18.11.2015.
 (Lähdeviite: Metso f 2012)
- g) ”Tilinpäätös 2013”. Metson www-sivut.
http://www.metso.com/reports/2013/assets/files/downloads/metso_annual_review_2013_finnish.pdf. Luettu 18.11.2015. (Lähdeviite: Metso g 2013)

Munksjö

- a) ”Annual Report 2012”. Munksjön www-sivut.
<http://investors.munksjo.com/~media/Files/M/Munksjo-IR/reports-and-presentation-fi/2012/fr-2012ar.pdf>. Luettu 11.11.2015.
 (Lähdeviite: Munksjö a 2012)
- b) ”Vuosikertomus 2013”. Munksjön www-sivut.
<http://investors.munksjo.com/~media/Files/M/Munksjo-IR/documents/munksjo-ar2013-fin-v3.pdf>. Luettu 11.11.2015.
 (Lähdeviite: Munksjö b 2013)
- c) ”Vuosikertomus 2014”. Munksjön www-sivut.
<http://www.munksjo.com/wp-content/uploads/Munksjoe-Oyj-Vuosikertomus-20141.pdf>. Luettu 11.11.2015. (Lähdeviite: Munksjö c 2014)
- d) ”Tilinpäätöstiedote 2013”. Munksjön www-sivut.
<http://investors.munksjo.com/~media/Files/M/Munksjo-IR/reports-and-presentation-fi/2013/munksjo-oyj-tilinpaatostiedote-2013.pdf>.
 Luettu 11.11.2015. (Lähdeviite: Munksjö d 2014)

Scanfil

- a) ”Vuosikertomus 2012”. Scanfilin www-sivut.
http://www.scanfil.fi/files/VUOSIKERTOMUS_2012.pdf.
 Luettu 10.11.2015. (Lähdeviite: Scanfil a 2012)
- b) ”Vuosikertomus 2013”. Scanfilin www-sivut.
http://www.scanfil.fi/files/VUOSIKERTOMUS_2013.pdf.
 Luettu 10.11.2015. (Lähdeviite: Scanfil b 2013)

c) ”Pörssitiedote 28.2.2012”. Scanfilin www-sivut.

<http://www.scanfil.fi/sijoittajat/porssitiedotteet-7/scanfil_oyjn_ja_sievi_capital_oyjn_osakkeiden_hankintamenon_maarittaminen_suomalaisessa_verotuksessa>. Luettu 11.11.2015. (Lähdeviite: Scanfil c 2012)

Sievi Capital

a) ”Vuosikertomus 2011”. Sievi Capitalin www-sivut.

<http://www.sievicapital.fi/web/files/Sievi_Capital_Vuosikertomus_2011.pdf>. Luettu 10.11.2015. (Lähdeviite: Sievi Capital a 2011)

b) ”Vuosikertomus 2012”. Sievi Capitalin www-sivut.

<http://www.sievicapital.fi/web/files/sievi_capital_vuosikertomus_2012.pdf>. Luettu 10.11.2015. (Lähdeviite: Sievi Capital b 2012)

c) ”Jakautumissuunnitelma”. Sievi Capitalin www-sivut.

<http://www.sievicapital.fi/web/files/jakautumissuunnitelma_11082011.pdf>. Luettu 10.11.2015. (Lähdeviite: Sievi Capital c 2011)

d) ”Vuosikertomus 2013”. Sievi Capitalin www-sivut.

<http://www.sievicapital.fi/web/files/sievi_capital_vuosikertomus_2013.pdf>. Luettu 10.11.2015. (Lähdeviite: Sievi Capital d 2013)

Valmet

a) ”Vuosikatsaus 2013”. Valmetin www-sivut.

<<http://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/fi-2013/valmet-vuosikatsaus-2013.pdf>>. Luettu 12.11.2015. (Lähdeviite: Valmet a 2013)

b) ”Vuosikatsaus 2014”. Valmetin www-sivut.

<<http://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/fi-2014/valmet-vuosikatsaus-2014.pdf>>. Luettu 12.11.2015. (Lähdeviite: Valmet b 2014)

c) ”Tilinpäätös 2013”. Valmetin www-sivut.

<<http://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/fi-2013/valmet-tilinpaatos-2013.pdf>>. Luettu 12.11.2015. (Lähdeviite: Valmet c 2013)

d) ”Tilinpäätös 2014”. Valmetin www-sivut.

<<http://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/fi-2014/valmet-tilinpaatos-2014.pdf>>. Luettu 12.11.2015. (Lähdeviite: Valmet d 2014)

YIT

a) ”Vuosikatsaus 2012”. YIT:n www-sivut.

<[file:///C:/Users/Omistaja/Downloads/yit_vuosikatsaus_2012%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Omistaja/Downloads/yit_vuosikatsaus_2012%20(1).pdf)>. Luettu 16.11.2015. (Lähdeviite: YIT a 2012)

b) ”Jakautumissuunnitelma”. YIT:n www-sivut.

<<http://yit.materialbank.net/NiboWEB/YIT/showCartPublicContent.do?uuid=4223681&random=546807&lang=en>>. Luettu 6.11.2015. (Lähdeviite: YIT b 2013)

c) ”Vuosikatsaus 2013”. YIT:n www-sivut.

<[file:///C:/Users/Omistaja/Downloads/YIT%20Vuosisikatsaus%202013%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Omistaja/Downloads/YIT%20Vuosisikatsaus%202013%20(1).pdf)>. Luettu 16.11.2015. (Lähdeviite: YIT c 2013)

